IM04

INFORME MENSUAL
NÚMERO 477 | ABRIL 2023

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
La intervención del Silicon Valley Bank y sus implicaciones

ECONOMÍA INTERNACIONAL
La respuesta de la UE al Inflation Reduction Act*: «no hay postre hasta que te acabes la cena»*

El sector exterior de la eurozona en números rojos

Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El papel de los servicios no turísticos en el saldo exterior de España

Sector inmobiliario español: balance 2022 y perspectivas 2023

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Abril 2023

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
José Ramón Díez
Director de Economías y Mercados Internacionales
Oriol Aspachs
Director de Economía Española
Sandra Jódar
Directora de Planificación Estratégica
Adrià Morron Salmeron y Nuria Bustamante
Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
6 de abril de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La intervención del Silicon Valley Bank y sus implicaciones*
Ricard Murillo Gili

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *La respuesta de la UE al* Inflation Reduction Act: *«no hay postre hasta que te acabes la cena»*
David del Val y Ricard Murillo Gili

16 *El sector exterior de la eurozona en números rojos*
Rita Sánchez Soliva

18 *Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte I)*

20 *Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte II)*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

26 *El papel de los servicios no turísticos en el saldo exterior de España*
Jaume Servert Banegas

28 *Sector inmobiliario español: balance 2022 y perspectivas 2023*
Judit Montoriol Garriga

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

Nuevos retos para los bancos centrales

La intervención del Silicon Valley Bank (SVB) y su onda expansiva sobre el resto del sistema financiero internacional, además de suponer el enésimo obstáculo en el camino hacia la normalización del ciclo económico internacional, puede entenderse como una prueba para el doble mandato de los bancos centrales que se consolidó tras la crisis financiera de 2008, cuando el tradicional objetivo de inflación se vio completado con la estabilidad financiera, prerrequisito para mantener los precios controlados, al propiciar un correcto funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria. En condiciones normales, este enfoque ampliado del papel de la política monetaria no suele suponer un problema para los bancos centrales, pues incluso son diferentes los instrumentos utilizados para alcanzar cada una de las metas: tipos de interés para la inflación frente a supervisión, regulación y líneas de liquidez para la estabilidad financiera.

Pero una subida acumulada de casi 400 p. b. en los tipos de interés mundiales en menos de un año, después de una década con rentabilidades cercanas a cero o en niveles negativos, constituye un cambio de régimen que puede poner a prueba el doble mandato de los bancos centrales. Especialmente cuando todavía no hay señales claras de un cambio de tendencia en las dinámicas de precios. ¿Qué hacer en estas ocasiones? ¿Mantener la hoja de ruta preanunciada, tomarse una pausa en el camino o, incluso, bajar los tipos de interés si las tensiones se intensificaran? De momento, los bancos centrales –pensamos que de manera acertada– decidieron cumplir con las subidas de tipos que habían preanunciado (25 p. b. la Fed y 50 p. b. el BCE), a la vez que se reforzaban las ventanillas de suministro de liquidez a los bancos. Otro tipo de decisión hubiese aumentado la desconfianza y, por tanto, incrementado el riesgo de contagio. De cara al resto del año, las decisiones se irán tomando de forma más flexible, según vayan evolucionando los indicadores de precios y actividad y teniendo en cuenta en qué medida los acontecimientos de marzo influyen en esta evolución a través de tres canales fundamentales: confianza de los agentes, condiciones financieras y oferta de crédito.

La primera valoración del mercado fue que el efecto desinflacionista ocasionado por las tensiones financieras permitirá a los bancos centrales ser algo menos agresivos en los próximos meses, lo que llevó a rebajar de manera importante las expectativas de tipos de interés, incluso volviendo a descontar bajadas de tipos en EE. UU. a partir del verano, en medio de un proceso de *risk-off*. Sin embargo, es pronto para intentar estimar los efectos sobre el ciclo de actividad y la inflación, pues, a la espera de la evolución del canal crediticio, el aumento de las primas de riesgo de crédito y los indicadores de volatilidad no se han visto acompañados por un deterioro de las expectativas de los agentes. Lo que pone de manifiesto que la rápida respuesta de los bancos centrales ha contribuido a devolver cierta tranquilidad.

Como suele ocurrir en los momentos finales de los procesos de endurecimiento monetario, es lógico que la estabilidad financiera cobre más protagonismo en la función de reacción de los bancos centrales. De todas formas, a la vista de los accidentes como el del SVB, el foco deberá estar puesto en la detección (y corrección) de modelos de negocio especialmente frágiles. Y en el aumento de la coordinación de la regulación y supervisión a nivel global, para evitar distorsiones como las ocasionadas por la intervención del Credit Suisse en el funcionamiento de importantes segmentos de los mercados de renta fija (AT1). Lo que parece seguro es que una vez más afrontaremos un año con mucha volatilidad en el mercado, pues en un solo trimestre hemos asistido a tres cambios de tendencia en el comportamiento de los activos financieros mundiales. Y en el que se volverá a poner a prueba el exigente mandato de los bancos centrales.

José Ramón Díez
Abril 2023

Cronología

MARZO 2023

16 El BCE sube tipos en 50 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,00% y el *refi*, en el 3,50%.
18 Rusia y Ucrania prolongan el acuerdo que permite la exportación de cereales y productos alimenticios conexos y fertilizantes a través del Mar Negro.
22 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 4,75%-5,00%.

ENERO 2023

1 Croacia entra en la eurozona y el espacio Schengen.
8 China reabre sus fronteras a los viajeros extranjeros después de tres años.

NOVIEMBRE 2022

2 La Fed sube los tipos de interés oficiales en 75 p. b.
15 La población mundial alcanza los 8.000 millones de personas.

FEBRERO 2023

1 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 4,50%-4,75%.
2 El BCE sube tipos en 50 p. b. y sitúa el *depo* en el 2,50% y el *refi* en el 3,00%.
6 Un terremoto de magnitud 7,8 sacude Turquía y Siria, con la mayor cifra de muertos desde 2010 y la quinta del siglo XXI.

DICIEMBRE 2022

14 La Fed sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b.
15 El BCE sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b. y anuncia que reducirá las reinversiones del APP.

OCTUBRE 2022

5 La OPEP acuerda recortar la producción de crudo en 2 millones de barriles por día respecto a los niveles de agosto de 2022.
23 Xi Jinping recibe un tercer mandato como secretario general del Partido Comunista de China.
27 El BCE sube los tipos de interés oficiales en 75 p. b.

Agenda

ABRIL 2023

3 Portugal: producción industrial (febrero).
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
12 España: cuentas financieras (4T).
Portugal: cifra de negocios sector servicios (febrero).
18 China: PIB (1T).
24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
27 España: encuesta de población activa (1T).
Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (abril).
Eurozona: índice de sentimiento económico (abril).
EE. UU.: PIB (1T).
28 España: avance del PIB (1T).
España: avance del IPC (abril).
España: ejecución presupuestaria del Estado (marzo).
Eurozona: PIB (1T).
Portugal: avance del PIB (1T).
Portugal: avance del IPC (abril).

MAYO 2023

2-3 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
5 España: índice de producción industrial (marzo).
Portugal: crédito de nueva concesión (marzo).
9 Portugal: cifra de negocios en la industria (marzo).
10 Portugal: empleo y desempleo (1T).
12 Portugal: índice de costes laborales (1T).
18 España: comercio exterior (marzo).
19 Portugal: *rating* Moody's.
Japón: PIB (1T).
26 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
España: *rating* Fitch.
30 España: avance del IPC (mayo).
España: ejecución presupuestaria del Estado (abril).
Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
31 Portugal: avance del IPC (mayo).

Sector inmobiliario: esta vez es diferente, en España

Cuando hay múltiples frentes abiertos, es difícil identificar el flanco que potencialmente puede ser más vulnerable y protegerlo a tiempo. Esta es la sensación que uno puede tener en el contexto actual. Hasta la fecha, la actividad económica de los principales países desarrollados está resistiendo mejor de lo esperado. Destacan la recuperación de la confianza empresarial y, sobre todo, las buenas cifras de creación de empleo. Ello ha propiciado una leve mejora de las perspectivas de crecimiento del consenso de analistas.

Sin embargo, los riesgos que rodean la economía global son numerosos y no van a la baja. Las últimas semanas, toda la atención se ha centrado en el flanco financiero para valorar adecuadamente el impacto que podrían tener las turbulencias generadas por el Silicon Valley Bank y Credit Suisse. En cambio, en los meses precedentes, las energías se concentraron en estimar las consecuencias de la crisis energética, el alcance de las presiones inflacionistas o la capacidad de los bancos centrales para atajarla, desafíos aún muy presentes.

Todos estos frentes son difíciles de calibrar pero importantes. No se pueden perder de vista. Otro ámbito que hasta la fecha ha quedado en un segundo plano, y cuya evolución también hay que mantener en el radar, es el sector inmobiliario. Como demostró la crisis financiera de hace ya más de una década, este es un sector cuya evolución puede acabar afectando al conjunto de la economía. En los últimos trimestres, tras años de fuerte crecimiento, en varios países desarrollados ha comenzado a sufrir un ajuste.

Uno de los mejores termómetros para seguir la situación del sector lo ofrece la OCDE, con una base de datos que cubre 45 países. De estos, más de dos terceras partes ya presentan una tasa de crecimiento del precio real de la vivienda negativa. Otro dato que llama la atención: según los indicadores de la Fed de Dallas, hay cinco países en los que el precio de la vivienda se encuentra claramente por encima de los niveles de equilibrio y, por lo tanto, el ajuste del precio de la vivienda podría ser destacable.

Todo ello se analiza con detenimiento en varios artículos del presente *Informe Mensual*. Entre los países en los que el ajuste puede ser sustancial se encuentran EE. UU., Suecia, Alemania o el Reino Unido, con caídas que se estima que podrían situarse entre el 15% y el 20% en términos acumulados durante los próximos años. Es igualmente destacable que la economía española no se encuentra en la lista de países con mayores desequilibrios. De hecho, a nivel agregado no se estima que sea necesario un ajuste material en el precio de la vivienda.

Más allá de los precios de la vivienda, hay varios indicadores que muestran que, tras años reequilibrándose, el sector inmobiliario español presenta una salud razonablemente buena. Por un lado, el peso del sector se encuentra lejos del excesivo protagonismo que alcanzó hace 15 años. La inversión residencial supone el 5,5% del PIB, menos de la mitad que en 2007. Es igualmente importante que la actividad del sector se sustenta en niveles de deuda muy inferiores a los de hace una década. Concretamente, la deuda de los hogares se sitúa en el 54% del PIB, por debajo de los registros de la eurozona y lejos del 82% que se alcanzó en 2008. Además, cabe resaltar que el grueso de las hipotecas que se han concedido durante los últimos años son a tipo fijo, lo que limita el impacto del aumento de los tipos de interés que está llevando a cabo el BCE. Finalmente, también es destacable que la exposición del sector bancario al crédito promotor y a la construcción es ahora mucho más contenida, supone el 7% del total del crédito, menos de una tercera parte que en 2007.

En los países en los que el sector inmobiliario sí que presenta desequilibrios a nivel agregado, cabe esperar que se produzca un ajuste destacable los próximos años que, *a priori*, podría llevarse a cabo de forma gradual. La buena situación en la que se encuentra el mercado laboral, así como una situación financiera de los hogares globalmente saneada, limita los problemas de accesibilidad y debería evitar que se activen mecanismos de retroalimentación de caída de precios. Sin embargo, para que se cumpla este escenario es de suma importancia que las presiones inflacionistas vayan moderándose en los próximos meses y permitan que los bancos centrales dejen de aumentar los tipos de interés. Aunque en España el sector inmobiliario se encuentra en una posición de relativa fortaleza, un aterrizaje brusco del sector en los principales países desarrollados podría provocar un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una menor pujanza de la actividad económica global, lo que limitaría la capacidad de recuperación de la economía española.

Oriol Aspachs

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,00	3,75
Líbor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	4,75	3,50
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,00	2,80
Deuda pública 10 años	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	2,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,00	3,00
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,41	2,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,36	2,42
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,31	2,35
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,38	2,46
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	3,44	2,56
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,20	2,50
Deuda pública 10 años	4,31	1,54	–0,57	–0,31	2,13	3,00	2,80
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,23	2,93
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,38	3,15
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	4,10	3,80
Prima de riesgo	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	–0,61	–0,64	2,45	3,46	3,20
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,57	3,38
Deuda pública 10 años	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	4,05	3,80
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	105	100
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,10	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,0	69,8

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	–3,0	6,0	3,1	2,7	3,4
Países desarrollados	*2,6*	*1,4*	*–4,4*	*5,2*	*2,6*	*1,0*	*1,7*
Estados Unidos	2,7	1,7	–2,8	5,9	2,1	0,9	1,4
Eurozona	2,2	0,8	–6,3	5,3	3,5	0,5	1,6
Alemania	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	0,0	1,5
Francia	2,2	1,0	–7,9	6,8	2,6	0,3	1,4
Italia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	0,4	1,1
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
España	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Japón	1,4	0,4	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	–11,0	7,6	4,0	–0,9	–0,2
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*4,9*	*–1,9*	*6,6*	*3,5*	*3,9*	*4,5*
China	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,2	5,1
India	7,2	6,8	–6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	–3,3	5,0	2,9	0,9	1,8
México	2,4	1,9	–8,0	4,7	3,1	1,4	2,5
Rusia	7,2	1,3	–2,7	4,8	–2,1	–3,2	3,0
Turquía	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	3,0	3,2
Polonia	4,2	3,7	–2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,2*	*4,0*	*2,0*
Estados Unidos	2,8	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1	2,7
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,9	3,0
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,3	2,6
Italia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	5,9	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
España	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Japón	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	5,7	2,9
Países emergentes	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,9*	*9,7*	*7,4*	*5,6*
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	1,6
India	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,0
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	4,7	3,8
Rusia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	7,5	6,8
Turquía	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	36,4	29,0
Polonia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,9	7,0	3,7

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	0,0	–12,4	6,0	4,5	0,7	2,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,7	2,2	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,6	–1,7	2,6
Bienes de equipo	4,9	0,1	–13,3	6,3	4,0	–4,5	3,4
Construcción	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,7	–0,3	2,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	5,8	–0,3	7,6	6,5	2,9	1,1	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,4	1,0	2,0
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,9	–0,5	2,0
Producto interior bruto	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**5,5**	**1,3**	**1,9**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	1,1	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,8	12,4
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,5	2,4
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,9	0,3	1,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo público (% PIB) [1]	0,4	–6,5	–10,3	–6,9	–4,8	–4,0	–3,3

Nota: *1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,5	–7,0	4,7	5,7	0,4	0,9
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,4	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	4,4	8,2
Bienes de equipo	3,2	2,6	–5,4	13,9	4,5	–	–
Construcción	–1,5	–2,6	1,0	5,5	0,8	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	–5,3	5,7	4,8	1,2	2,3
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	–18,8	13,4	16,7	4,3	6,1
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	4,7	6,3
Producto interior bruto	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**1,0**	**2,1**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	0,1	0,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,4	6,1
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–1,2	–1,4	–0,6	–0,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	0,6	–0,5	1,3	1,3
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–1,1	–0,9	–0,8

Previsiones

Las turbulencias financieras aprietan, pero no ahogan, al mercado ni a los bancos centrales

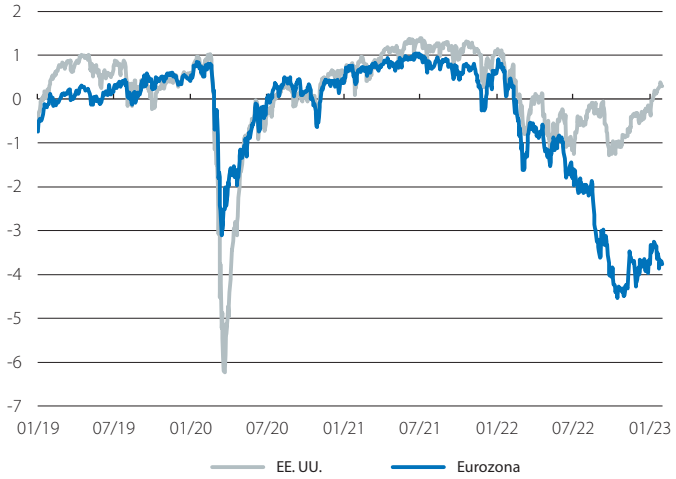
El mercado supera una primera materialización de los riesgos de las subidas de tipos. El mercado ha experimentado su tercer gran movimiento en lo que llevamos de año en marzo. Si enero estuvo marcado por la desaceleración de la inflación y un renovado apetito por el riesgo, revertido en febrero por la resiliencia del ciclo y los precios, en marzo la caída del Silicon Valley Bank (SVB) en EE. UU. desató un episodio de pánico breve pero intenso. Así, las expectativas de tipos de interés terminan el trimestre al nivel de mediados de enero –aunque por razones muy distintas– con niveles terminales más bajos y breves (es decir, sostenidos durante menos tiempo) a ambos lados del Atlántico. Por otro lado, el papel soberano estadounidense a 2 años experimentó su mayor *rally* en los últimos 35 años tras el colapso del SVB, con la rentabilidad cayendo más de 130 p. b. en apenas una semana. Esta volatilidad no fue tan intensa en los mercados bursátiles, donde los retrocesos se concentraron en la banca y otros sectores muy expuestos a los tipos de interés (en gran parte ya corregidos en Europa). Las materias primas, lastradas por una débil demanda en los últimos meses, también sufrieron con la inestabilidad.

Un tipo terminal más bajo y breve. El repunte global de aversión al riesgo desató una elevadísima volatilidad en las expectativas de tipos de interés en marzo. A principios de mes, la persistente inflación y la resiliencia de la actividad llevaban al mercado a descontar tipos terminales del 4,25% en Europa y hasta del 5,75% en EE. UU., pero el colapso del SVB y la venta de Credit Suisse revirtieron intensamente estos movimientos. Los implícitos del mercado monetario pasaron así de descontar subidas de tipos en hasta 175 p. b. y 100 p. b. en Europa y EE. UU., respectivamente, a incluso descontar bajadas de tipos hacia el verano en el caso de la Fed. Tras remitir el pánico, el BCE aumentó los tipos en 50 p. b. en su reunión de marzo, lo que llevó al tipo *depo* hasta el 3,0%, aunque abandonando cualquier tipo de *forward guidance*. También la Fed aumentó los tipos en 25 p. b., si bien señalando el cercano fin del ciclo de subidas de tipos. A cierre de mes, unos datos de inflación europea con mayor inercia arrastraron de nuevo las expectativas de tipos al alza y descontaron un nivel terminal del BCE del 3,5%, mientras que en EE. UU. las expectativas se quedaron en una última subida de 25 p. b. en mayo para la Fed.

La rentabilidad de la deuda soberana sufre un súbito desplome y desencadena una elevada volatilidad. Las volátiles expectativas de tipos de interés arrastraron también las cotizaciones de la deuda pública a ambos lados del Atlántico, en especial las referencias a más corto plazo. Así la rentabilidad del bono soberano alemán a 2 años, que a principios de mes alcanzó máximos desde la crisis financiera en el entorno del 3,3%, cedía más de 100 p. b. con el *affaire* Credit Suisse, para recuperar unos 40 p. b. una vez digerida la subida de tipos del BCE y superadas las turbulencias. Más intensa aún fue la cesión de la referencia estadounidense a 2 años que, en su mayor *rally* desde 1987, llegó a dejarse 130 p. b. respecto a sus máximos del 5% a comienzos de marzo. De forma coherente con un inminente fin de subidas de tipos de la Fed, también la recuperación de los tipos a 2 años en la última semana

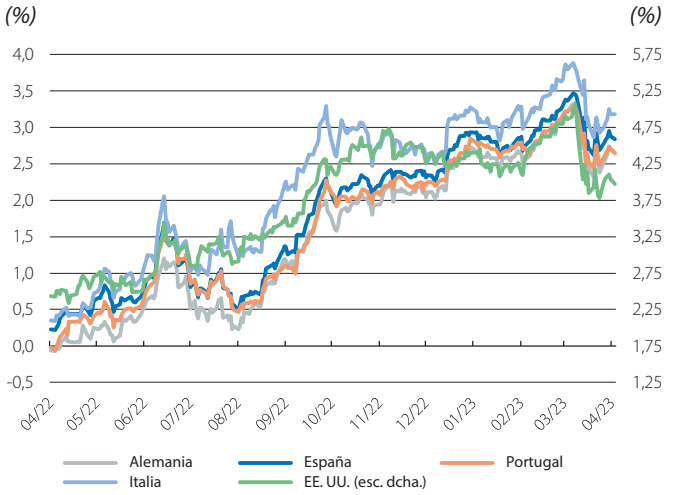
Condiciones financieras

Índice (0 = promedio histórico)



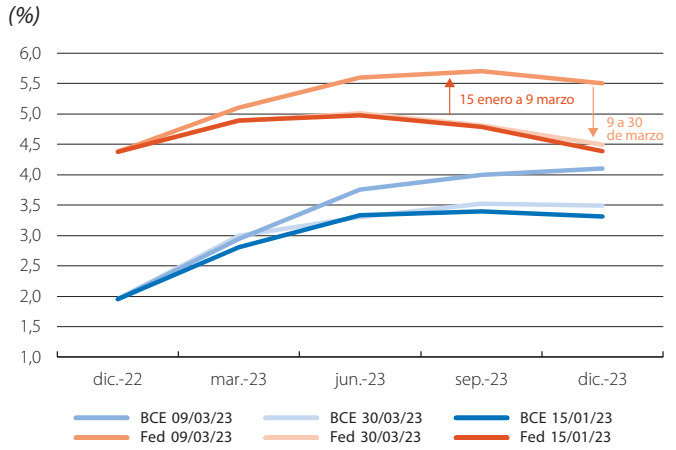
Nota: *Valores más negativos indican condiciones más tensionadas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés de la deuda soberana a 2 años



Nota: *Alemania, España, Italia y Portugal (esc. izda.).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



Nota: Forwards *sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados con el modelo de NSS a partir de las curvas de interés del mercado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

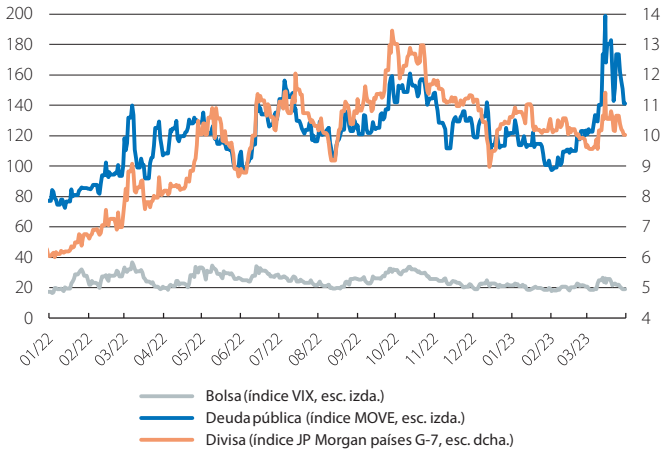
ha sido menor, en torno a 25 p. b. Las referencias a más largo plazo (10 años), por su parte, experimentaron cesiones en torno a 65 p. b. en el mes. La volatilidad del bono soberano estadounidense ha sido la mayor experimentada desde 2008, lo que causó un fuerte deterioro de la liquidez del mercado y de las condiciones financieras, hasta que la apertura de la Fed de una nueva ventanilla de descuento de papel público a la par alivió las tensiones. Este movimiento, correlativo con que la inestabilidad se originó en una mala gestión de la subida de tipos por parte del SVB, no llegó a contagiar a los mercados de acciones, aunque sí a los de divisas, muy dirigidos por los diferenciales de tipos de interés.

La volatilidad no impide a las bolsas mundiales encadenar dos trimestres consecutivos en verde. Los principales índices bursátiles cerraron en marzo dos trimestres consecutivos en positivo, muestra de la paulatina –y no siempre lineal– recuperación del apetito por el riesgo a medida que el ciclo de subidas de tipos llega a su fin. En marzo, aunque el mercado bursátil no sufrió un episodio de volatilidad tan acusado como la deuda soberana, las cotizaciones de las compañías más expuestas a los tipos sí experimentaron movimientos de entidad. Es el caso del sector bancario, donde las mayores caídas (–30%) fueron en bancos estadounidenses de menor tamaño, epicentro del episodio de inestabilidad. Si se toman en cuenta los bancos de mayor tamaño, no obstante, las caídas que llegaron a sufrir en el mes las cotizaciones de los bancos fueron inferiores (en torno al –20%), tanto en Europa como en EE. UU. En el caso de Europa, esa caída se dio sobre una subida acumulada desde el verano del +40% en los bancos del Stoxx600, y también el rebote en la última semana del mes fue mayor (+6,5%). Correlativamente, los índices nacionales con mayor presencia del sector bancario, el IBEX 35 y el Mib, se vieron beneficiados, tanto en el empujón final del mes, como en los dos últimos trimestres, del buen desempeño de las acciones de los bancos. El índice Nasdaq100 de empresas tecnológicas de EE. UU. también se benefició de las expectativas de un tipo terminal más bajo y por menos tiempo, y acumuló un +12% en marzo.

La debilidad de la demanda mundial lastra la cotización de las materias primas. Los precios de las materias primas vivieron un mes de menos a más. El precio del barril de Brent sumó su quinto mes consecutivo de pérdidas, aunque logró recuperar los 80 dólares tras haber cedido a niveles mínimos en 15 meses (73 dólares) en el momento de mayor volatilidad. A los obstáculos al suministro de las refinerías generados por las huelgas en Francia y la interrupción de la producción iraquí, se sumó el sorpresivo anuncio de la OPEP+ de aplicar, desde mayo y hasta final de año, una reducción de la producción de 1,16 millones de barriles diarios (mbd), adicional a los recortes de 2 mbd establecidos en noviembre. Por su parte, el precio del gas natural europeo (el TTF holandés) también se abarató y cotizó entre los 40 y 50 euros/MWh, gracias al elevado nivel de reservas en Europa (el más alto a estas alturas de año en más de una década). Adicionalmente, la UE aprobó la extensión de las medias, voluntarias, de emergencia para reducir la demanda de gas al 15% hasta el 31 de marzo de 2024, y planea expandir la capacidad de recepción de gas licuado en casi un tercio el año que viene. No obstante, aspectos como el esperado aumento de la demanda de gas desde Asia a partir del verano y el atractivo de los precios del gas a estos niveles frente al carbón y el petróleo para algunas centrales eléctricas y usuarios industriales sirvieron de apoyo a la recuperación de los precios futuros por encima de los 50 euros.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

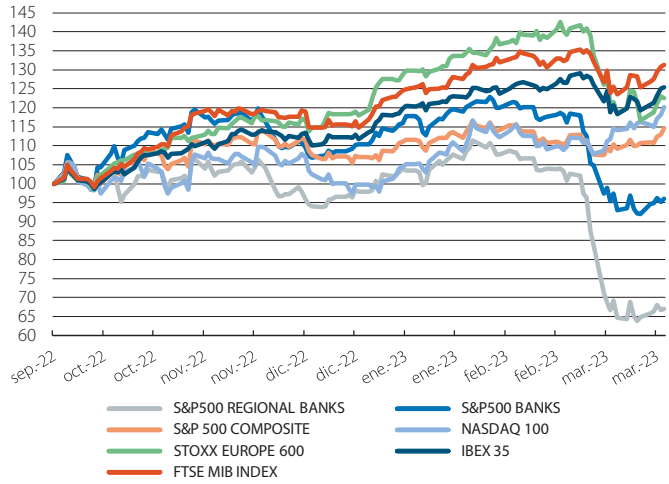
Índice *Índice*



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

Principales bolsas internacionales

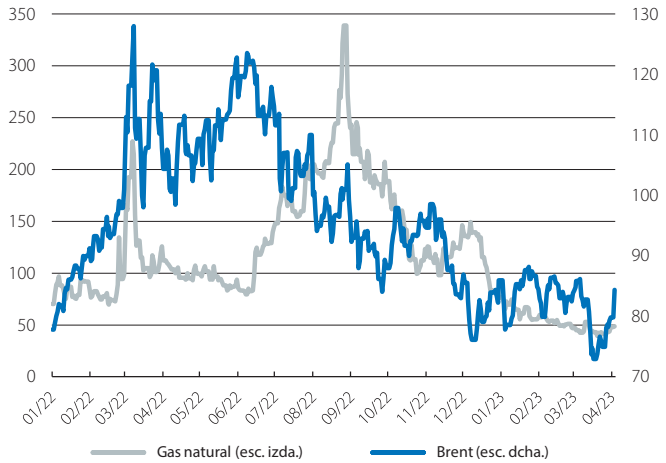
Índice (100 = 30 septiembre 2022)



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

Precios del gas natural y del petróleo

(€/MWh) *($/barril)*



Nota: *El precio del gas natural corresponde al TTF holandés.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

La intervención del Silicon Valley Bank y sus implicaciones

Desde la primera mitad de 2022, los principales bancos centrales han subido los tipos de interés oficiales de forma rápida y contundente para tratar de contener la inflación. Silicon Valley Bank (SVB), decimosexto banco por volumen de activos de EE. UU. y, a pesar de ello, una entidad que no estaba supervisada directamente por la Fed ni estaba sujeta a los mismos requisitos prudenciales que los bancos más grandes del país, no pudo resistir este escenario.

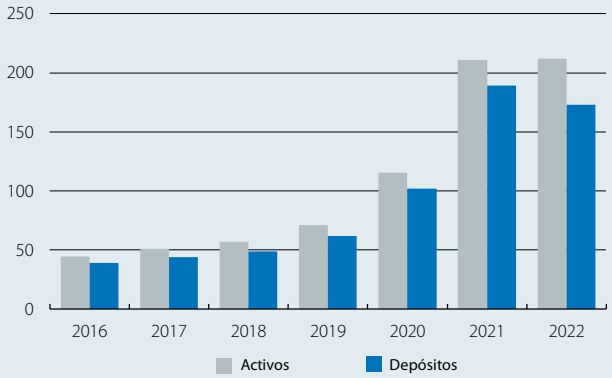
SVB era una entidad especialmente vulnerable a un escenario de subidas abruptas de tipos de interés debido a la composición de su balance. En concreto, se trataba de un banco con una base de depósitos muy concentrada en grandes empresas del sector tecnológico, predominante en Silicon Valley. Dichos depósitos se habían multiplicado por tres desde 2018 (véase el primer gráfico) y más de un 95% no estaban garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC).[1] Los depósitos de grandes empresas tienden a caracterizarse por una mayor volatilidad y por requerir una remuneración relativamente alta. Por la parte del activo, la entidad vehiculó esta liquidez hacia la adquisición de activos de bajo riesgo, pero con vencimientos de largo plazo y a un tipo de interés fijo, como deuda soberana de EE. UU. y *mortgage-backed securites*. Pese al bajo perfil de riesgo de crédito de estos activos, el balance de SVB estaba enormemente expuesto al riesgo de tipo de interés: ante un aumento de tipos, los pasivos se encarecían de forma notable (en línea con los tipos a corto plazo) mientras que el activo rendía un tipo fijo más bajo. Es decir, que, tras la subida de tipos de interés, SVB se enfrentaba a fuertes presiones sobre su rentabilidad.

SVB diseñó un plan para aliviar este problema de rentabilidad que amenazaba a su *rating*. El problema fue que no pudo sobrevivir a su ejecución. El plan consistía en vender una parte de la cartera de activos con baja rentabilidad para reinvertirla en deuda a más corto plazo, que en la actualidad rinde mucho más. Con esa rentabilidad en su activo ya podría pagar a sus depositantes sin incurrir en pérdidas. Tras vender la deuda, SVB tuvo que aflorar pérdidas porque, en un entorno de mayores tipos de interés, esos bonos valían menos de lo que había pagado por ellos. Y para cubrir esas pérdidas se diseñó una ampliación de capital que, desafortunadamente, no despertó el interés suficiente. Los rumores sobre los problemas de SVB para gestionar esta situación, que se extendieron rápidamente por las redes sociales, provocaron una estampida de los depositantes en 24 horas. Un día después, las autoridades intervenían la entidad.

1. Dato a cierre de 2022, según el informe anual entregado por SVB a la SEC. El FDIC garantiza los depósitos hasta 250.000 dólares. Cantidades que excedan este umbral son más vulnerables a pánicos bancarios.

Silicon Valley Bank: depósitos y activos en balance

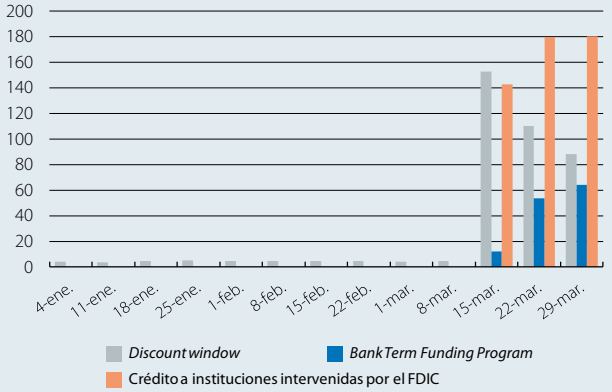
(Miles de millones de dólares)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del SNL y de la presentación de resultados del SVB.*

Balance de la Reserva Federal - préstamos a entidades de crédito

(Miles de millones de dólares)



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

Para calmar a los mercados financieros y dar confianza a los depositantes, el tesoro de EE. UU. garantizó todos los depósitos del SVB, incluso los superiores a 250.000 dólares, y la Reserva Federal creó un programa para dar liquidez al sector financiero[2] y facilitó el acceso al *discount window* (el principal instrumento que da liquidez a los bancos), herramientas que han sido utilizadas por las entidades bancarias en las últimas semanas (véase el segundo gráfico).

Estas tensiones tuvieron reverberaciones al otro lado del Atlántico al cabo de unos días, cuando el foco de los mercados financieros cayó sobre Credit Suisse (CS), una entidad con buenas métricas de capital y liquidez pero que arrastraba problemas reputacionales, que había sufrido

2. El *Bank Term Funding Program*.

pérdidas por operaciones fallidas (como las caídas de Archegos y Greensill Capital) y que, de manera relativamente análoga al SVB, tenía una base de depósitos poco cubierta por la garantía de depósitos. En este caso, lo que provocó una fuga de depósitos acelerada fueron las declaraciones del principal accionista advirtiendo que no estaría dispuesto a acudir a una ampliación de capital si esta fuera necesaria. Tras sufrir fuertes caídas en bolsa, y para frenar la salida de depósitos y apaciguar los ánimos de los mercados financieros, el banco central y el Gobierno de Suiza facilitaron el proceso de adquisición del banco por parte de UBS, que se acabó formalizando durante el fin de semana del 18 de marzo. Entre otras decisiones, como parte de esta operación, las autoridades suizas decidieron que una parte de la deuda de CS (conocida como AT1) perdiera todo su valor, una medida que generó cierta controversia porque los accionistas (que, en principio, son los que deberían asumir las mayores pérdidas) no perdieron todo el valor de sus inversiones en CS.

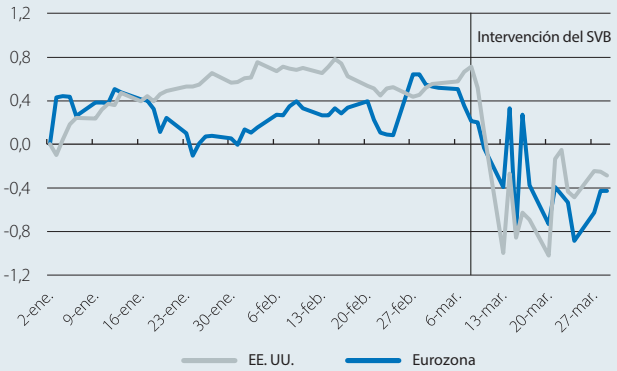
Estos episodios han tenido múltiples impactos en los mercados financieros. En primer lugar, se han revisado a la baja las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés de los bancos centrales en los siguientes meses. Si antes de la intervención del SVB se esperaba que la Fed subiera los tipos de interés hasta el 5,75% y que se mantuvieran allí hasta finales de año, ahora los mercados cotizan que los tipos alcancen el 5,25% y que en la segunda mitad de 2023 la Fed empiece a recortarlos para dejarlos en el 4% a finales de año. En el caso del BCE, antes, los mercados cotizaban un nivel terminal en el 4% y que se mantuviera hasta inicios de 2024, mientras que ahora apuestan que el BCE situará el *depo* en un máximo del 3,50% en la segunda mitad de 2023.

En segundo lugar, las cotizaciones bursátiles del sector bancario cayeron con fuerza, tanto por la revisión de las expectativas sobre los bancos centrales (que habían favorecido las valoraciones del sector en meses previos) como por la percepción de inestabilidad financiera. Así, en el conjunto de marzo el sector bancario cayó en Europa y en EE. UU. un 14% y un 19%, respectivamente, mientras que el Euro Stoxx 600 y el S&P 500 registraron un –0,7% y +3,5%. En tercer lugar, las condiciones financieras se han tensionado, tal y como se puede observar en el último gráfico. Además, en EE. UU. se ha producido un cierto trasvase de depósitos desde entidades pequeñas y medianas a las entidades de mayor tamaño. El endurecimiento de las condiciones financieras, de mantenerse en el tiempo, podría tener un impacto sobre la actividad económica, posiblemente más visible en la segunda mitad de 2023. EE. UU. parece más vulnerable a estos riesgos, lo que reduce las posibilidades de un *soft landing* de la actividad en 2023.

Ricard Murillo Gili

Condiciones financieras

Índice



Nota: *Valores menores (mayores) indican un tensionamiento (una relajación) de las condiciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés (%)

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	3,50	3,00	50	100,0	350,0
Euríbor 3 meses	3,04	2,74	29	90,6	349,9
Euríbor 12 meses	3,62	3,73	–10	33,1	370,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,01	3,21	–20	40,8	343,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,68	3,14	–45	–8,1	275,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,29	2,65	–36	–27,9	173,7
Deuda pública a 10 años (España)	3,30	3,60	–30	–35,9	183,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,12	3,51	–39	–46,2	174,5
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,00	4,75	25	50,0	450,0
Líbor 3 meses	5,19	4,97	22	42,5	423,1
Líbor 12 meses	5,31	5,68	–38	–17,7	313,4
Deuda pública a 1 año	4,59	4,98	–39	–9,6	292,6
Deuda pública a 2 años	4,03	4,82	–79	–40,1	156,9
Deuda pública a 10 años	3,47	3,92	–45	–40,7	108,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	85	79	6	–5,4	12,9
Itraxx Financiero Sénior	99	88	10	–0,4	17,5
Itraxx Financiero Subordinado	184	154	30	11,8	28,5

Tipos de cambio

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,084	1,058	2,5	1,3	–1,8
EUR/JPY (yenes por euro)	144,090	143,990	0,1	2,6	6,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,879	0,880	–0,1	–0,7	4,4
USD/JPY (yenes por dólar)	132,860	136,170	–2,4	1,3	8,4

Materias primas

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	550,6	548,5	0,4	–0,7	–13,0
Brent ($/barril)	79,8	83,9	–4,9	–7,1	–26,1
Oro ($/onza)	1.969,3	1.826,9	7,8	8,0	2,3

Renta variable

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.109,3	3.970,2	3,5	7,0	–9,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.315,1	4.238,4	1,8	13,7	10,1
Ibex 35 (España)	9.232,5	9.394,6	–1,7	12,2	8,6
PSI 20 (Portugal)	6.046,6	6.057,2	–0,2	5,6	1,0
Nikkei 225 (Japón)	28.041,5	27.445,6	2,2	7,5	1,4
MSCI emergentes	990,3	964,0	2,7	3,5	–13,6

Triángulo amoroso en la economía internacional: actividad, inflación y estabilidad financiera

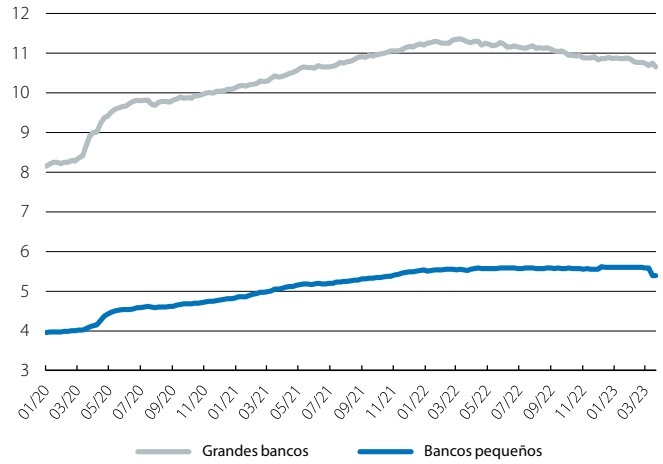
El escenario económico gana nuevos ingredientes. En marzo, el grueso de los indicadores publicados reiteró un panorama de menor debilidad en las cifras de actividad y mayor inercia en las presiones de precios subyacentes. Sin embargo, la caída del Silicon Valley Bank (SVB) desató turbulencias financieras y puso de manifiesto que las rápidas y contundentes subidas de tipos de los bancos centrales están endureciendo las condiciones financieras (véanse más detalles del episodio en la coyuntura de Mercados Financieros de este informe). Aunque su efecto todavía no sea fácilmente visible en los datos macroeconómicos, el endurecimiento monetario apunta a un cierto cambio de perfil en el escenario económico: datos más resilientes a corto plazo, pero menos boyantes en el tramo final del año, cuando las subidas de tipos de los bancos centrales ya habrán tenido tiempo de filtrarse al conjunto de la economía y su impacto debería visibilizarse sobre los grandes agregados económicos. Por ejemplo, en EE. UU. el episodio del SVB generó un cierto trasvase de depósitos desde las entidades pequeñas y medianas hacia las de mayor tamaño. Los depósitos siguen siendo notablemente elevados, pero este movimiento resalta la exigencia sobre la llamada «banca regional» estadounidense. Y, en tanto que es un subsector importante en el crédito comercial, industrial e inmobiliario, puede pesar sobre las posibilidades de un aterrizaje suave en 2023.

El mercado laboral, un puntal de apoyo. Los precios de la energía (mucho más distendidos que en 2022, pero aun así elevados respecto a cotas prepandemia), la alta inflación, el endurecimiento monetario y sus derivadas, y la incertidumbre continúan soplando de cara y dificultando el desempeño de la economía mundial. Pero, frente a estos vientos adversos, el mercado laboral de las principales economías internacionales sigue con un desempeño robusto, tanto en creación de ocupación y bajo desempleo como en dinamismo salarial. Así, en EE. UU. y la eurozona, las tasas de paro se mantienen en mínimos del ciclo económico o muy cerca de ellos (3,6% y 6,6% en febrero, respectivamente) mientras crece la participación laboral (74% y 79% entre los menores de 65 años, respectivamente, en ambos casos casi 0,5 p. p. más que hace un año). Por su parte, el crecimiento salarial aceleró hasta el 5% a finales de 2022 en la eurozona según datos de Eurostat (en concreto, el componente salarial de los costes laborales por hora), mientras que en EE. UU. distintos indicadores lo sitúan entre el 4,6% (ingresos salariales medios por hora) y el 6,1% (indicador de la Fed de Atlanta), algo por debajo de los máximos alcanzados en 2022.

Cambio de composición en la inflación. En 2022, el dramático repunte de los precios energéticos para los consumidores europeos (con crecimientos superiores al 40% interanual en distintos momentos) se convirtió en la principal causa de las elevadas tasas de inflación, tanto de manera directa (el componente energético explicaba el 50% de toda la inflación) como indirecta (a través de su presión sobre los costes productivos, el repunte de la energía se trasladó, y sigue haciéndolo, al conjunto de la cesta de bienes y servicios). Sin embargo, tanto por efectos base como por la distensión de los precios energéticos que viene consolidándose en los últimos meses, la presión alcista de la energía está desvane-

EE. UU.: depósitos bancarios por tamaño de entidad

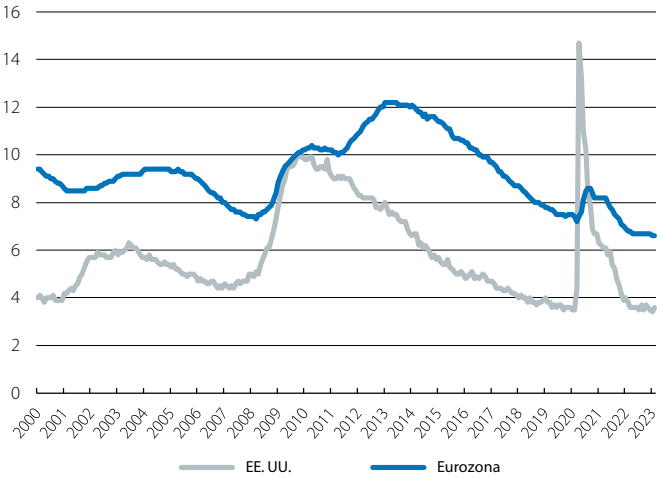
(Billones de dólares)



Notas: *Datos desestacionalizados. Último dato: 22 de marzo de 2023.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de EE. UU.*

Tasa de paro

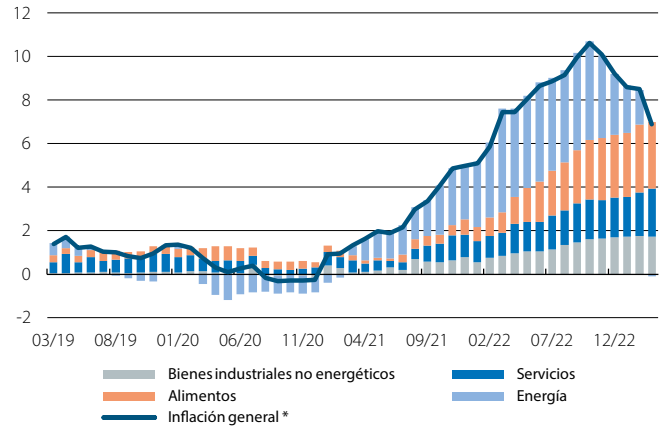
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y BLS.*

*Eurozona: contribuciones a la variación interanual del IPCA **

(p. p.)



Nota: ** Variación interanual del IPCA (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

ciéndose. Por ello, en marzo la inflación general de la eurozona cayó con fuerza hasta el 6,9% (–1,6 p. p.), con la primera contribución negativa de los precios energéticos desde 2021. Esta dinámica, que debería continuar en lo que queda de año, da lugar a una recomposición de la inflación europea, ahora con una mayor presencia de los alimentos, los bienes no energéticos y los servicios. De hecho, la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) aceleró hasta el 5,7% (+0,1 p. p.). Esta menor distancia entre inflación general y núcleo se asemeja al caso de EE. UU., donde en febrero la general bajó hasta el 6,0% interanual y la inflación núcleo se situó en el 5,5%.

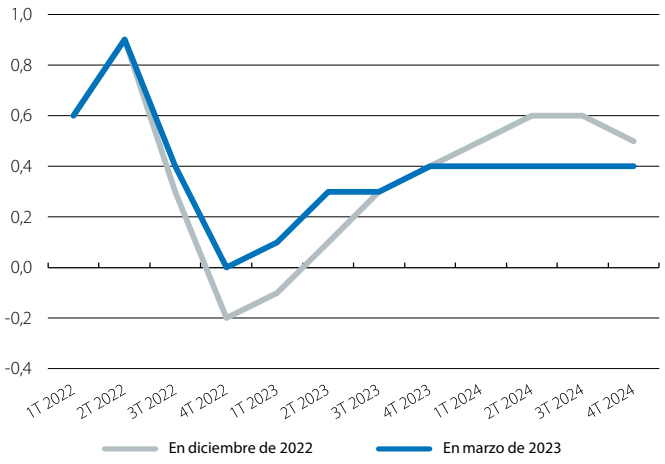
Resiliencia de la actividad: versión europea. Tras evitar la contracción en el 4T (PIB estanco, gracias al tirón del +0,9% intertrimestral del gasto público frente al –0,9% del consumo privado), la eurozona ganó tracción en el 1T 2023, con un PMI compuesto en zona expansiva y acelerando (54,1 puntos en marzo). La mejora fue generalizada por países, pero con disparidad entre sectores (crecimiento en servicios, con 53,0 puntos en el conjunto del trimestre, pero contracción en las manufacturas, con un promedio trimestral de 48,2). Otros indicadores muestran un desempeño más mixto. Por un lado, el índice de sentimiento ESI ha frenado su recuperación, estancándose en los últimos meses (99,3 puntos en marzo, +5,5 puntos respecto a otoño, pero –0,4 frente a enero). Por otro lado, las últimas cifras de ventas minoristas y producción industrial registraron un rebote intermensual en enero de 2023, pero su comparativa interanual refleja un desempeño relativamente modesto (+0,3% y +0,7%, respectivamente). Todo ello dibuja una actividad más resiliente pero que no se escapa de un contexto de relativa flaqueza, bien resumido por la actualización de marzo en las previsiones del BCE: en vez de una contracción del 0,1% intertrimestral, ahora la entidad prevé que en el 1T 2023 el PIB consiga avanzar un 0,1%.

Resiliencia económica: versión americana. Por su parte, la actividad estadounidense parece mantenerse más sólida y, tras un avance del 0,6% intertrimestral en el 4T 2022, el modelo de previsión de la Fed de Atlanta venía sugiriendo un crecimiento del PIB parecido en el 1T 2023. Con todo, las repercusiones de la caída del SVB se presentan como un nuevo viento de cara que los indicadores disponibles todavía no recogen. Y es que, de hecho, en marzo la confianza de los consumidores del Conference Board mejoró en 0,8 puntos, hasta los 104,2, mientras que el PMI compuesto se alejó de la zona contractiva al alcanzar los 53,3 puntos (50,1 en febrero).

China consolida su reactivación. La economía china parece estar arrancando con fuerza tras el abandono de la estrategia COVID cero y todo apunta a un sólido rebote del PIB en estos primeros meses de 2023, que deja atrás el estancamiento económico de finales de 2022. En concreto, distintos indicadores de movilidad (como los viajes en metro) han saltado por encima de sus valores prepandemia, mientras que los índices PMI se han situado en terreno ampliamente expansivo a lo largo de todo el 1T (promedio de 56,3 puntos en el sector servicios y de 51,5 en las manufacturas). Asimismo, las ventas minoristas avanzaron un 3,5% interanual en el conjunto de enero y febrero, con una mejora generalizada entre bienes y servicios. En este contexto de reactivación, en marzo se constituyó la decimocuarta Asamblea Nacional Popular, donde el Gobierno anunció un objetivo de crecimiento «alrededor del 5%» para este año, inferior al 5,5% y al 6,0% de los años anteriores.

Eurozona: proyecciones del BCE para el PIB

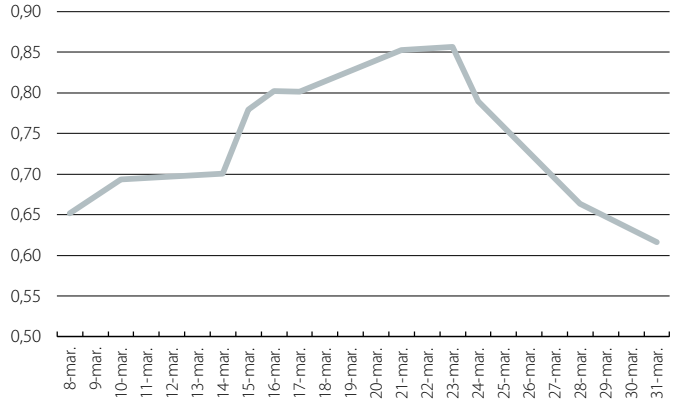
Variación intertrimestral (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las proyecciones macroeconómicas del BCE de diciembre de 2022 y marzo de 2023.*

*EE. UU.: previsión del PIB del 1T 2023 según GDPNow **

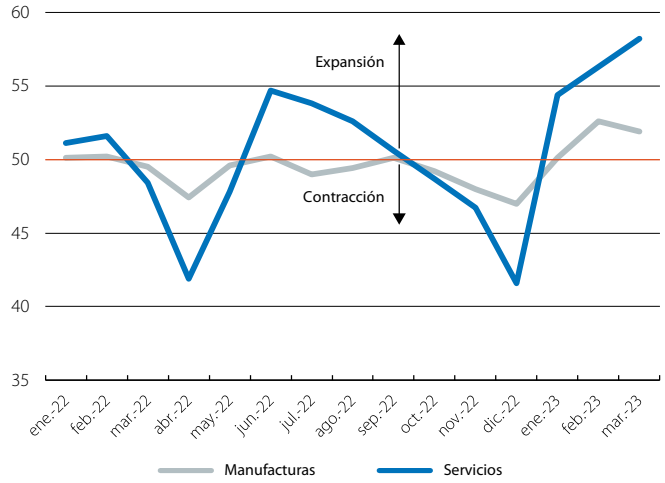
Variación intertrimestral (%)



Notas: ** GDPNow es el modelo* nowcasting *de la Fed de Atlanta. La evolución muestra cómo cambia la previsión a medida que se van publicando indicadores.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Atlanta.*

China: PMI

Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

La respuesta de la UE al *Inflation Reduction Act*: «no hay postre hasta que te acabes la cena»

El cumplimiento de los objetivos climáticos depende mucho de la inversión, pública y privada, y sus efectos en el desarrollo de nuevas tecnologías. Por ello, gran parte del impulso económico desde la COVID se ha centrado en incentivar esta transición ecológica. En el caso de EE. UU. se aprobó en agosto de 2022 el *Inflation Reduction Act* (IRA), un conjunto de ayudas públicas con las que la Administración Biden pretende estimular el consumo, la producción y la inversión medioambientalmente sostenible. Sin embargo, esta voluntad trae aparejadas cláusulas proteccionistas que han desencadenado protestas por parte de la UE.

¿Qué es el IRA?

El IRA es un plan dotado con unos 400.000 millones de dólares, que se desembolsarán en la próxima década, pero cuyo impacto en las arcas del Tesoro estadounidense aspira a ser positivo.[1] Por partidas, más de un 60% de estas ayudas se destinarán al sector de la energía, un 12% a la industria y otro 12% a la mejora del medio ambiente. Que la principal economía del mundo quiera fomentar la transición ecológica es una buena noticia para el planeta, pero el sesgo proteccionista de los principales subsidios del plan no lo es. En concreto, para algunas ayudas del IRA, la subvención o crédito fiscal aumenta en caso de que la producción del bien o servicio cumpla con unos criterios de producción doméstica[2] o se den en un país con el que exista un tratado de libre comercio. Este tipo de cláusulas son contrarias a las disposiciones de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y la UE considera que suponen competencia desleal de EE. UU., lo que amenaza con desatar una guerra de subsidios entre las principales economías del mundo. Se estima que los subsidios potencialmente susceptibles de romper con las normas de la OMC podrían superar los 75.000 millones de dólares, aunque su estimación es incierta, pues diversas ayudas no tienen límite ni de volumen, ni de valor.[3]

¿Cómo está la UE incentivando la transición ecológica de la industria europea?

Aunque la UE lleva años intentando fomentar la transición ecológica, en particular desde el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), la respuesta de la UE al IRA se ha articulado a través del denominado Plan Industrial del Pacto Verde de la Comisión Europea. A diferencia del IRA, este plan no moviliza nuevos fondos comunitarios, puesto que la UE ya disponía de distintos programas en este sentido. Concretamente, este plan contempla tres grandes medidas: dos propuestas normativas (una para fomentar

Fondos del Plan Industrial del Pacto Verde

Instrumento	Origen y naturaleza presupuestaria	Cantidad (miles de millones)	A detraer (miles de millones)	Razón
RePowerEU	Fondos UE (del Régimen de comercio de derechos de emisión de la UE)	20	2,6	Solicitud España (Adenda al PRTR)
Reserva de Adaptación al Brexit	Presupuesto de la UE (MFP 21-27)	5,4	3,0	Fondos ya desembolsados a abril de 2023
Préstamos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia	Préstamos de la Comisión a los Estados miembros (MFP 21-27)	225	84,0	Solicitud España (Adenda al PRTR)
Fondos de Cohesión transferibles a otros fines	Presupuesto de la UE (MFP 21-27)	17,9		
InvestEU	Garantías del presupuesto de la UE (MFP 21-27)	26,2	1,5	Garantías ya comprometidas
Fondo de Innovación	Fondos UE (del Régimen de comercio de derechos de emisión de la UE)	40	17,8	Fondos para RePowerEU (12 MM€) y otros ya asignados
TOTAL		334,5		
TOTAL (exc. fondos ya desembolsados)		312,2		
TOTAL (exc. fondos ya desembolsados y peticiones España)		**225,6**		

Nota: *Para el MRR (no así para otros instrumentos), el recuento de fondos del Plan Industrial contempla únicamente el dinero aún disponible al comienzo de 2023. Esto excluye tanto las transferencias (plenamente solicitadas por los Estados miembros) como los préstamos ya solicitados (solo por siete países). Aunque España también ha solicitado el total de préstamos que le corresponden en su adenda al PRTR, en vista de los plazos, el Plan Industrial no detrae aún esta cantidad. Como, por ahora, no constan anuncios como el español en otras eventuales adendas a los PRTR, solo detraemos, como límite inferior, los fondos solicitados por España.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

1. El plan contempla unos 700.000 millones de dólares en mayor recaudación y menor gasto durante los siguientes 10 años, que más que compensan el gasto para la transición energética.
2. Por ejemplo, la ayuda para la compra de vehículos eléctricos es de 3.750 dólares por vehículo, pero en caso de que un cierto porcentaje de los minerales que componen el vehículo haya sido extraído o procesado en EE. UU. o en un país con el cual haya un tratado de libre comercio y que el vehículo esté ensamblado en Norteamérica, esta ayuda aumenta hasta los 7.500 dólares. Para la producción eléctrica renovable se establecen bonus a las subvenciones de carácter similar en función del origen del hierro, del acero y de productos manufacturados utilizados.
3. Véase Kleimann, D. *et al.* (2023). «How Europe should answer the US Inflation Reduction Act». Policy Contribution 04/2023, Bruegel.

la reducción de las emisiones de la industria y otra sobre materias primas fundamentales para la producción) y la reforma, por ahora temporal, del marco de ayudas de Estado, que llega a permitir a los Estados miembros igualar las subvenciones ofrecidas fuera de la UE para evitar deslocalizaciones de la industria europea.

Destacan varios aspectos de este conjunto de medidas. En primer lugar, su ambición de reducir la burocracia para que las ayudas públicas se otorguen con la misma facilidad que se hace en EE. UU. El segundo es que, para salvaguardar la competencia del mercado común, la mayor flexibilidad para otorgar subsidios y evitar deslocalizaciones se concede a las regiones más pobres de la UE. No obstante, esto no ataja por completo el agravio que supone que, en un mercado único como la UE, los Estados miembros con mayor capacidad presupuestaria –algunos de los cuales cuentan también con regiones poco dinámicas– tendrán más capacidad de otorgar subsidios a sus empresas, en ocasiones simplemente por ser economías de mayor tamaño. Por último, es destacable también que los objetivos de producción y reciclaje locales de materias primas establecidos en la propuesta no son un mandato vinculante, sino un objetivo de referencia para monitorizar dependencias estratégicas europeas a lo largo de la cadena de valor industrial. Gracias a ese carácter no obligatorio, estas disposiciones no son contrarias a la normativa de la OMC, como sí ocurre con las disposiciones del IRA mencionadas.

¿Cuántos fondos ha dedicado la UE a este fin? ¿Cuánto queda disponible?

El Plan Industrial del Pacto Verde se limita a recapitular los fondos que la UE ya ha movilizado para facilitar esa transición, y en algún caso readapta destinos y cometidos, pero no ofrece nueva financiación a la ya disponible. El total de fondos que el plan recapitula es muy sustancial (unos 335.000 millones de euros según el Plan Industrial del Pacto Verde, un 2,1% del PIB de la UE en 2022) y se añadirán, además, a las transferencias del MRR ya aprobadas con un impacto que en su mayoría aún está por reflejarse. Estos 335.000 millones suponen un esfuerzo de la UE comparativamente mayor al realizado por EE. UU. con el IRA (2,1% del PIB de la UE frente al 1,6% del PIB de EE. UU.).

No obstante, si descontamos los fondos que ya se han comprometido, o lo harán en breve, quedan disponibles para la industria europea 225.000 millones de euros de los 335.000 mencionados, el equivalente al 1,4% del PIB de la UE en 2022, y un esfuerzo comparativo inferior de la UE al que realiza EE. UU. con el IRA.

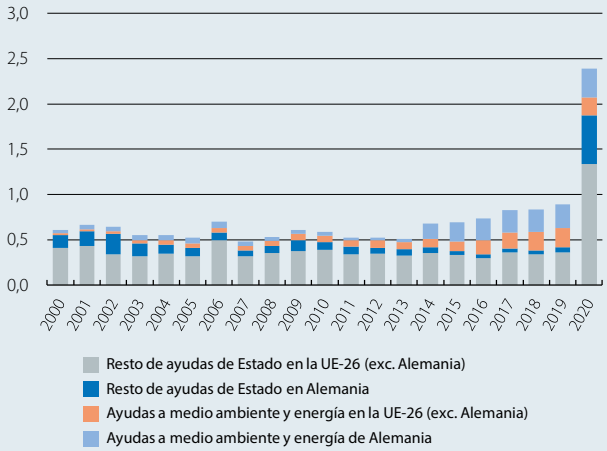
¿Qué están haciendo los gobiernos nacionales en la UE?

En definitiva: la respuesta de la UE al IRA no supone financiación adicional, sino racionalizar y simplificar la que ya existe; y otorgar una mayor flexibilidad a los Estados miembros para conceder ayudas y subvenciones. Es precisamente este extremo lo que puede equilibrar la balanza entre bloques, aunque, por otro lado, no deja de presentar problemas para la economía europea, como demuestran las subvenciones a la producción de energías renovables de los últimos años. Estas alcanzaron los 511.000 millones de euros de 2015 a 2021,[4] de los cuales más de 80.000 se dieron solo en 2020 (0,57% del PIB de la UE). No obstante, las diferencias entre países son muy importantes, en particular entre Alemania y el resto (solo Alemania otorgó en 2020 33.500 millones de euros, un 0,94% de su PIB y un 0,32% del PIB de la UE).[5] Esta desigualdad también se refleja en las ayudas de Estado: en materia de protección del medio ambiente, Alemania lleva más de un lustro dando más ayudas que las otorgadas por todos los demás Estados miembros de la UE juntos.

Por último, es reseñable también que la UE y EE. UU. están ya trabajando para permitir a los bienes producidos en la UE acceder a los subsidios estadounidenses en igualdad de condiciones a como lo harán los bienes producidos en países con los que EE. UU. tiene un tratado de libre comercio. Esto permite un moderado optimismo respecto al cariz que adoptará esta competición transatlántica por incentivar con fondos públicos la industria verde. En definitiva, tanto el IRA como el Plan Industrial del Pacto Verde de la UE facilitarán la transición ecológica y la lucha contra el cambio climático mundial, aunque la globalización y la relación con China se resentirán.

David del Val y Ricard Murillo Gili

Ayudas de Estado en la UE, por país y por destino
(% del PIB de la UE)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del State Aid Scoreboard 2021 de la DG Competencia de la Comisión Europea.*

4. En euros constantes de 2021, véase: European Commission, Directorate-General for Energy. Badouard, T. *et al.* (2022). «Study on energy subsidies and other government interventions in the European Union: final report: 2022 edition». Publications Office of the European Union.
5. La cuota de España (menos del 0,2% del PIB) es inferior también a la de Francia e Italia.

El sector exterior de la eurozona en números rojos

La economía de la eurozona evitó, por la mínima, un descenso del PIB en el 4T 2022, y los primeros indicadores de 2023 invitan a pensar que el 1T 2023 será mejor de lo previsto. Buena parte de esta evolución se debe a unas reservas de gas que alcanzaban casi el 100% antes del invierno, que, además, fue más suave de lo habitual. Una vez superado el periodo energético más delicado en el hemisferio norte, los niveles de reservas siguen por encima de la media de otros años para estas fechas.

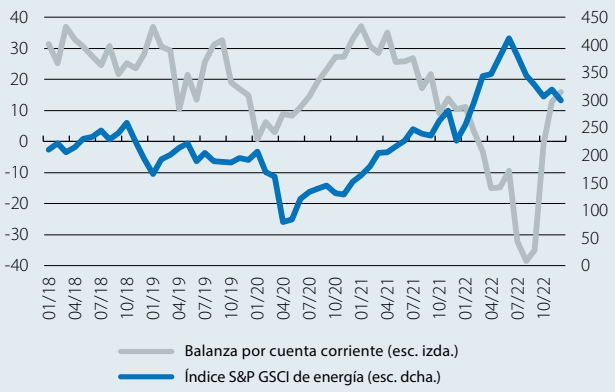
Sin embargo, este esfuerzo para «llenar los tanques» ha supuesto una elevada factura a pagar por el gas, cuyo precio marcó máximos en verano (casi 340 €/MWh), periodo en el que Europa concentra las compras de este recurso para el invierno. Este elevado coste de la energía deterioró los términos de intercambio[1] y afectó negativamente a la evolución de los saldos comerciales, sobre todo, en verano. En consecuencia, en el conjunto de 2022, la balanza comercial de bienes de la eurozona registró un déficit de unos 60.000 millones de euros (–0,5% del PIB *vs.* +2,3% en 2021), resultado que se debe totalmente a la ampliación del déficit de la balanza de energía, que se duplicó en 2022 (superó los 500.000 millones de euros, casi un 4,5% del PIB). Este deterioro de la balanza de bienes hizo que la balanza por cuenta corriente incurriera en un déficit del 0,8% del PIB en el conjunto de 2022, después de casi una década ininterrumpida en positivo (2,3% del PIB, en media desde 2012). Desde una perspectiva de ahorro-inversión,[2] este ajuste se ha producido, principalmente, por una reactivación de la inversión (26% *vs.* 24% del PIB), en un contexto de ahorro bruto en ligero descenso, aunque todavía en niveles elevados (25% *vs.* 26,4% del PIB).

Este comportamiento de los flujos por cuenta corriente se replica en las cuatro grandes economías europeas, aunque con matices. De hecho, Alemania e Italia, las más expuestas al gas ruso y, por tanto, al encarecimiento del gas y de la energía, mostraron el deterioro más acusado. En el otro extremo, destaca la resistencia de España, beneficiada por la notable reactivación del turismo internacional, un invierno más cálido de lo habitual y la posibilidad de reexportar energía, gracias a su elevada capacidad de refino.

1. Ratio entre los precios de exportación respecto a los precios de importación. Una subida de esta ratio señala una mejora en las relaciones comerciales, ya que las exportaciones se venden más caras que las importaciones, lo que permite una mejoría en los saldos comerciales. Por el contrario, una caída refleja que se paga más por las importaciones de lo que se ingresa por las exportaciones, lo que tiende a deteriorar la posición comercial.
2. En una economía abierta, PIB = consumo privado + inversión privada + gasto público + balanza comercial. Dado que el ahorro = PIB – (consumo privado + gasto público); entonces balanza comercial = ahorro – inversión privada.

Eurozona: balanza por cuenta corriente y precio de la energía

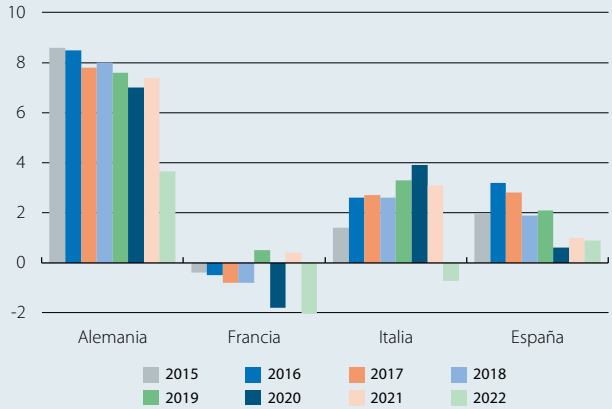
(Millones de euros) *(Nivel)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.*

Balanza por cuenta corriente

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.*

Así, en Alemania, el superávit por cuenta corriente se redujo en casi un 50% en 2022, con mucho, la corrección más intensa desde la reunificación alemana. De hecho, pasó de un 7,5% del PIB como media de la década anterior a un 4,0% (mínimo desde 2005), la primera vez desde 2010 que es inferior al 6,0% establecido por la Comisión Europea como el umbral máximo para considerarse un desequilibrio macro bajo vigilancia. En Italia, la balanza por cuenta corriente registró el primer déficit en una década: –0,7% del PIB en 2022, tras el +3,0% de 2021. Francia ya presenta de manera habitual desde 2007 una balanza por cuenta corriente deficitaria, pero el castigo sufrido en 2022 situó el déficit por cuenta corriente en el 2,0% del PIB (+0,4% en 2021), el saldo negativo más abultado desde 1982. En cuanto a España, destacó positivamente, ya que mantuvo un superávit de balanza por cuenta corriente prácticamente estable (0,9% del PIB en 2022, tras el 1,0%

de 2021), gracias a que los ingresos por turismo más que se duplicaron respecto al año anterior.

En consecuencia, el deterioro de los saldos por cuenta corriente ha afectado a la capacidad o necesidad de financiación de las economías europeas en 2022.[3] En este sentido, podemos analizar cómo han contribuido los diferentes sectores del país (familias, empresas no financieras y gobiernos) a este ajuste.[4] En términos generales, se aprecia que la corrección se concentra en el sector privado, tanto empresas no financieras como familias, tras un par de años en los que su situación financiera mejoró sustancialmente gracias a las condiciones excepcionales creadas tras la pandemia. Esta menor capacidad de financiación del sector privado se ha visto compensada, en parte, por un sector público que ha corregido notablemente sus necesidades de financiación, disparadas durante 2020-2021 a consecuencia de las medidas implementadas para limitar el impacto de la pandemia sobre la actividad. No obstante, este ajuste se ha ralentizado por la nueva ronda de medidas aplicadas para compensar el impacto de la fuerte subida del coste de la vida desatada por la guerra en Ucrania.

En el caso de Alemania, las empresas no financieras habrían visto reducida significativamente la capacidad de financiación del 3,4% del PIB obtenida en 2021, y habrían vuelto a una situación similar a la de 2008 (presentaban unas modestas necesidades de financiación). Mientras, los hogares presentarían una capacidad de financiación claramente inferior al 7,8% del PIB de 2021, pero todavía por encima de su media pre-COVID. Por su parte, el Gobierno habría corregido su necesidad de financiación del 3,7% del PIB, a un 1,5%-2,0% del PIB, entre las ratios más reducidas de toda la eurozona.

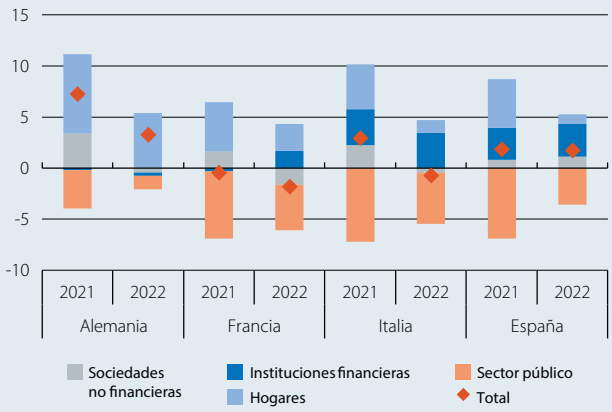
En Italia, los hogares habrían reducido su capacidad de financiación desde casi un 4,5% del PIB en 2021 hasta referencias más próximas a su media prepandemia en 2022 (1,5% del PIB), al tiempo que las empresas han visto muy erosionada su capacidad de financiación. Respecto al Gobierno, su posición deudora se habría reducido sustancialmente, pero sus necesidades de financiación todavía superan su media prepandemia.

En Francia, el ajuste más marcado se dio en el sector empresarial (tanto en términos de comparativa internacional, como respecto al resto de sectores del país), con unas familias que han visto recortada su capacidad de financiación en 2022 hasta valores inferiores a la media de la década previa a la pandemia. La nota positiva la puso el sector público, que redujo sus necesidades de financiación hasta el 4,7% del PIB (6,5% en 2021), por debajo del 5,0% presupuestado por el Gobierno.

Por último, en España destaca la estabilidad mostrada por el sector empresarial durante 2022, mientras que las familias acusan una notable pérdida en su capacidad de financiación, la más pronunciada entre las cuatro grandes economías. En positivo, la reducción en 2,1 p. p. de PIB de las necesidades financieras del sector público, hasta el 4,8% del PIB.

Rita Sánchez Soliva

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación*
(% del PIB)



Nota: ** Datos acumulados del 4T 2021 al 3T 2022, como estimación para el total de 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del BCE.*

3. Es decir, a la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y el saldo de la balanza de capital.
4. Eurostat publica los datos anuales de la posición financiera por sectores solo hasta 2021. Como estimación de 2022 se emplea el acumulado del epígrafe correspondiente a cada sector de las cuentas financieras del BCE entre el 4T 2021 y el 3T 2022, último dato disponible. Por tanto, los resultados y conclusiones son provisionales y solo pretenden ofrecer una seña de las tendencias seguidas a lo largo del pasado año.

Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte I)

El mercado inmobiliario es una de las principales correas de transmisión de la política monetaria a la economía real. El endurecimiento de las condiciones financieras se traslada a los tipos de interés hipotecarios y enfría la demanda de vivienda. Además, el alza de la inflación merma el poder adquisitivo de los hogares y también debilita la demanda de vivienda por esta otra vía. Dado el notable endurecimiento de la política monetaria en los últimos trimestres, a continuación, documentamos el cambio de tendencia que ya se está empezando a producir en algunos mercados inmobiliarios internacionales y analizamos la magnitud del ajuste que podría quedar por delante.

Diagnóstico: ¿qué mercados inmobiliarios acumularon mayores desequilibrios?

En muchas economías desarrolladas, hace años que el precio de la vivienda venía subiendo de forma muy significativa, y la tendencia se aceleró durante la pandemia (por cambio de preferencias, política fiscal y monetaria expansiva, oferta limitada, etc.). El precio de la vivienda global pasó de crecer un 2,8% en 2019 a un 4,5% en 2020 y aceleró hasta el 11,8% en 2021, en términos nominales (1,4%, 3,5% y 8,6%, respectivamente, en términos reales).[1] Esta tendencia alcista se frenó en 2022, sobre todo en términos reales (avance del 4,1% interanual en el 3T 2022) (véase el primer gráfico). El repunte del precio de la vivienda fue muy superior a la evolución de la renta de los hogares y conllevó una notable sobrevaloración en algunos mercados. Así, según el Exuberance Indicator de la Fed de Dallas, 12 de los 25 países analizados mostraban signos de sobrevaloración en el 3T 2021.[2]

Los países que más preocupan son aquellos en los que el repunte de precios vino acompañado por un incremento de la deuda de los hogares (que ya se encontraba en niveles elevados en algunos casos). En este grupo, destacan Nueva Zelanda, Canadá, Australia y EE. UU. En Europa, los casos señalados son Países Bajos, Luxemburgo, Suecia, Dinamarca y Noruega. Además, en estos países dominan las hipotecas a tipo variable, lo que implica que los hogares recientemente hipotecados son más vulnerables al incremento de los tipos de interés. En un segundo grupo aparecen Portugal, Alemania y el Reino Unido, países que también registraron fuertes crecimientos del precio de la vivienda durante la pandemia y un aumento del endeudamiento de los hogares.

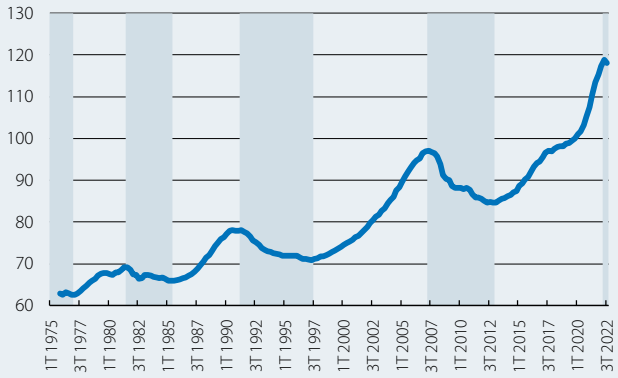
Situación actual: cambio de tendencia en los mercados inmobiliarios

Los mercados inmobiliarios de varias economías avanzadas empezaron a corregirse a mediados de 2022, en un contexto de mayores tipos de interés y erosión de la renta real disponible de los hogares. Los mercados que registran los mayores descensos en el precio de la vivienda desde su máximo (con datos hasta diciembre de 2022 o febrero de 2023, según el país) son Australia (–9,7%), Suecia (–9,6%), Canadá (–10,4%), EE. UU. (–5,9%), Alemania (–5,7%), Nueva Zelanda (–5,0%) y Noruega (–2,8%). A pesar de estas caídas, el precio de la vivienda en todos estos países se encuentra todavía por encima del nivel prepandemia. Asimismo, las compraventas caen a tasas de dos dígitos en términos interanuales en varios de estos países: Australia (–47%), Noruega (–38%), Suecia (–35%), EE. UU. (–33%) y Nueva Zelanda (–31%).[3]

Las señales de enfriamiento son algo más modestas en el Reino Unido y Países Bajos, con caídas de precios inferiores

Precio de la vivienda a nivel global

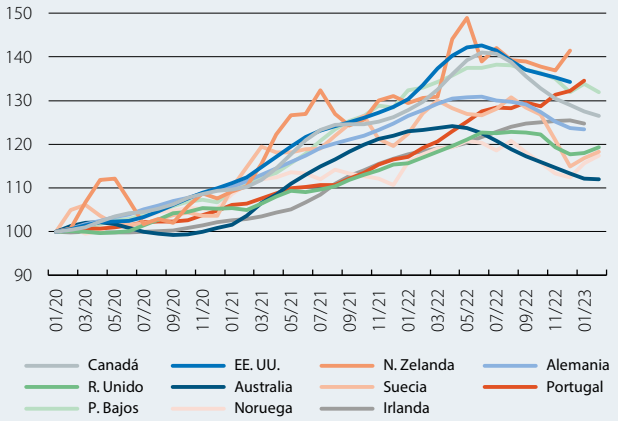
Índice (100 = 4T 2019)



Nota: *Precio en términos reales agregado de 25 países con pesos dinámicos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011).*

Precio nominal de la vivienda

Índice (100 = enero 2020)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.*

1. Indicador del precio de la vivienda global construido a partir de 25 países avanzados. Véase: https://int.housing-observatory.com/.
2. La corrección de precios experimentada desde el verano pasado en muchas economías ya ha enfriado algunos de estos mercados, de modo que en el 3T 2022 solamente cinco países mostraban signos de sobrevaloración.
3. Variación interanual promedio de los últimos tres meses con datos disponibles. La fecha del último dato corresponde a diciembre, enero o febrero de 2023, según el país.

Indicadores del mercado inmobiliario residencial en varias economías desarrolladas
(%)

	Precio de la vivienda			Deuda de los hogares		Tipo variable	¿Vivienda sobrevalorada?
	Variación entre dic.-2019 y máx.	Variación desde máx.	Variación anual último dato	% RDB último dato	Variación *vs.* 4T 2019 (p. p.)	% nuevo crédito hipotecario (2019-2022)	Indicador exhuberancia Fed Dallas
N. Zelanda	49,1	–5,0	8,0	122	4,2	–	SÍ
EE. UU.	42,6	–5,9	4,4	101	2,6	5	SÍ
Canadá	41,2	–10,4	–2,5	179	1,7	–	SÍ
P. Bajos	40,4	–4,5	–0,8	198	–13,4	15	SÍ
Luxemburgo	37,5	–	11,1	193	8,0	38	SÍ
Suecia	36,2	–9,6	–7,0	193	9,2	64	SÍ
Portugal	32,7	–	13,1	113	2,9	69	–
Alemania	32,3	–5,7	–2,4	91	3,4	11	SÍ
Irlanda	25,7	–0,6	6,1	96	–30,0	21	NO
Australia	25,2	–9,7	–9,1	196	–1,1	–	SÍ
Noruega	24,8	–2,8	–0,3	241	–2,8	–	MEDIO
R. Unido	23,0	–2,9	2,1	139	2,6	4	NO
Francia	18,9	–	6,5	118	5,5	3	SÍ
Dinamarca	18,2	–3,8	–2,4	204	–32,0	26	SÍ
Japón	15,2	–	7,5	115	–1,3	–	MEDIO
Italia	9,7	–1,0	3,0	81	–0,1	26	NO
España	6,1	–	7,6	94	–3,0	30	NO

Notas: *Los datos de deuda para Nueva Zelanda, Luxemburgo, Noruega y Japón corresponden a 2021 y en % de la renta neta. Se considera vivienda sobrevalorada si el indicador de exhuberancia del precio real de la vivienda fue superior al valor crítico en almenos un trimestre en el periodo 2021-2022 (modelos con 1 y 4* lags*). «MEDIO» indica que lo supera según solo uno de los dos modelos considerados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BCE, de Refinitiv, de la Reserva Federal de Dallas y de la OCDE.*

al 5%, pero el retroceso de la actividad empieza a ser evidente (caída interanual de compraventas del 18,2% en el Reino Unido y del 15,5% en Países Bajos en febrero de 2023).

Perspectivas futuras

La tendencia descendente del precio de la vivienda debería continuar en los próximos trimestres, a medida que el endurecimiento de la política monetaria se traslada a la economía real.[4] La velocidad e intensidad del ajuste en los distintos mercados inmobiliarios dependerán en gran medida de los desequilibrios que se hayan acumulado en la fase expansiva del ciclo inmobiliario. En consecuencia, las correcciones deberían ser más abultadas en aquellos mercados en los que: (i) los precios de la vivienda crecieron con más intensidad, por encima de la renta de las familias (mercados sobrevalorados), (ii) el endeudamiento de los hogares es elevado y ha mantenido una tendencia ascendente en los últimos años, y (iii) el coste de financiación para la compra de vivienda ha subido más con las actuaciones de los bancos centrales en los últimos trimestres.

Para valorar el ajuste potencial en el precio de la vivienda que podría llegarse a producir en estos mercados, en el Focus «Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte II)» de este mismo informe, analizamos en detalle la presión ejercida por el tensionamiento de la accesibilidad y por el aumento de los tipos de interés. Los ejercicios que realizamos apuntan a correcciones potenciales (para el promedio de los países analizados) cercanas al 15%. Más allá de esta cifra, hay dos matices importantes. En primer lugar, la corrección estimada no es abrupta, sino que se estima que se puede producir en un horizonte de dos años. En segundo lugar, hay diferencias no desdeñables entre países, con un mayor potencial de ajuste en las economías anglosajonas (en concreto, EE. UU., Australia y Canadá) y cierta heterogeneidad dentro de Europa. En este sentido, cabe destacar que el mercado inmobiliario español se encuentra en una buena posición, tanto en términos relativos como absolutos. Asimismo, debe tenerse en cuenta que los ejercicios realizados nos dan una medida de la caída potencial de los precios de la vivienda en aquellos países en los que los desequilibrios son más pronunciados, pero son ejercicios ilustrativos, que no controlan por todos los factores relevantes y, por lo tanto, ofrecen más una medida del riesgo que no una previsión. De hecho, hay varios factores que ofrecen apoyo al mercado inmobiliario. Por encima de todo, destaca el buen desempeño del mercado laboral, generalizado entre las economías analizadas, y que ofrece apoyo a la renta de los hogares y, por lo tanto, ayuda a mitigar los problemas de accesibilidad y limita las ventas forzadas. Asimismo, los hogares cuentan con balances más saneados y los bancos cuentan con amplios colchones de capital para absorber las potenciales pérdidas sin que se activen mecanismos de retroalimentación de caída de precios. Con todo, la corrección de los mercados inmobiliarios donde más desequilibrios se han acumulado no deja de ser un riesgo cuando la política monetaria cambia de rumbo de forma súbita.

4. Generalmente, el precio de la vivienda suele mostrar cierta rigidez a ajustarse a la baja en los cambios de ciclo. Las fuertes caídas que se observan en el número de compraventas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda seguirá en los próximos trimestres.

Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte II)

Ejercicios de sensibilidad para los mercados inmobiliarios internacionales

En el Focus «Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte I)» hemos documentado signos de sobrevaloración en distintos mercados inmobiliarios internacionales. Si bien algunos de ellos ya han empezado a corregirse, la tensión en las ratios de accesibilidad a la vivienda y el endurecimiento de la política monetaria resaltan la exigencia del entorno económico. Para calibrar la fuerza que ambas dinámicas pueden ejercer sobre estos mercados, realizamos dos ejercicios complementarios que nos informan sobre el ajuste potencial del precio de la vivienda que se podría llegar a producir.

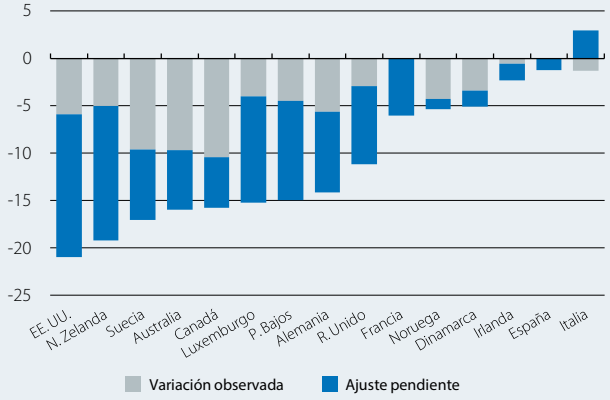
En primer lugar, calculamos la caída del precio de la vivienda necesaria para que la ratio de accesibilidad a la vivienda (precio de la vivienda entre la renta disponible del hogar) volviera, en los próximos dos años, al nivel anterior al estallido de la pandemia. En segundo lugar, estimamos un modelo econométrico que nos informa sobre la sensibilidad del precio de la vivienda frente a un *shock* del tipo de interés para cada uno de los países.

Según la primera metodología,[1] y para el conjunto de los 25 países analizados, el ajuste promedio del precio nominal de la vivienda en los próximos dos años desde su valor máximo podría ser de alrededor del 13%.[2] Sin embargo, las diferencias entre países son reseñables. EE. UU. y Nueva Zelanda son los mercados en los que estimamos que el ajuste del precio de la vivienda debería ser mayor (cercano al 20% *peak-to-bottom*) para recobrar la ratio de accesibilidad de finales de 2019. En ambos países los precios empezaron a caer a mediados del año pasado, pero todavía quedarían pendientes unos dos tercios del ajuste total estimado. Por el otro lado, en Italia estimamos que el precio de la vivienda tiene margen de crecimiento en los próximos dos años, puesto que el aumento previsto de la renta de los hogares ya conseguiría por sí solo que la ratio de accesibilidad converja, a finales de 2024, al nivel del 4T 2019. Para España, no se

1. Este cálculo asume que la renta del hogar en 2023-2024 (el denominador de la ratio de accesibilidad) crece al mismo ritmo que el PIB real y según las previsiones del FMI (WEO de octubre de 2022). También hemos realizado cálculos alternativos usando previsiones del PIB per cápita y del PIB nominal. Los resultados son cualitativamente similares. Es decir, el ajuste para recobrar la ratio de accesibilidad del 4T 2019 se consigue, en parte, gracias a la mejora del denominador (renta).
2. Consideramos un periodo temporal de ocho trimestres para que se realice este ajuste, puesto que es el tiempo que el impacto del endurecimiento de la política monetaria suele tardar en alcanzar su impacto máximo tras el incremento de los tipos de interés oficiales por parte de los bancos centrales.

Ajuste potencial del precio de la vivienda

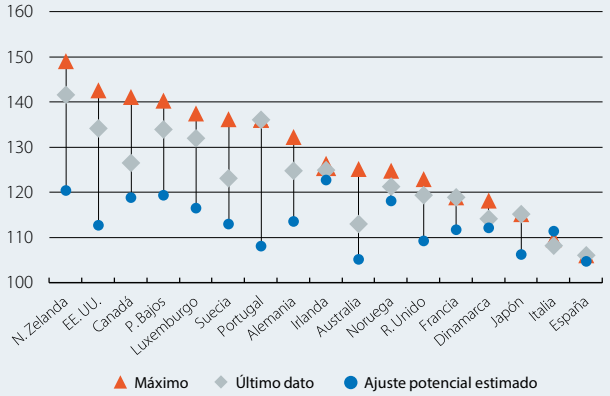
(Porcentaje de caída respecto al nivel máximo alcanzado)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011), y datos de Refinitiv.*

Evolución del precio de la vivienda desde 2019 y ajuste potencial estimado

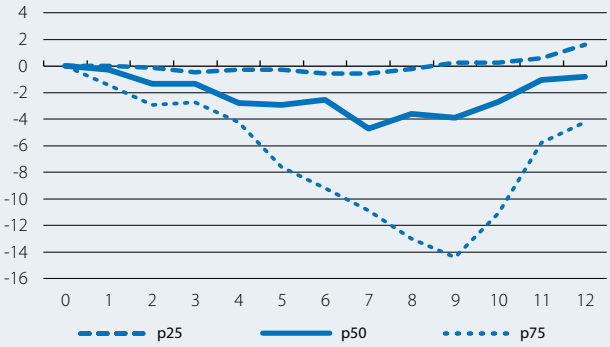
(100 = diciembre 2019)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011), y datos de Refinitiv.*

Impacto de las subidas de tipos observadas en 2022 sobre los precios inmobiliarios

Desviación (%)



Notas: *1) Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos. 2) p25, p50 y p75 se refieren a los percentiles 25, 50 y 75 de la respuesta mediana de los precios en una muestra formada por EE. UU., agregado eurozona, Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Irlanda, Finlandia, Noruega, Dinamarca, Reino Unido, Canadá y Australia.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

estima que sea necesario un ajuste material en el precio de la vivienda. Suecia, Australia y Canadá, que se encuentran entre los mercados que más se llegaron a sobrecalentar, destacan por haber realizado ya más de la mitad del ajuste. En cambio, Luxemburgo y Países Bajos, con un potencial de ajuste similar (alrededor del 15%), solamente habrían completado una cuarta parte del camino.

A pesar de que los ajustes potenciales estimados son elevados, también es importante remarcar que, incluso así, el precio de la vivienda seguiría estando a finales de 2024 por encima del nivel de diciembre de 2019 en todos los países. Es decir, se trata de una corrección parcial del precio de la vivienda tras los fuertes repuntes registrados durante la pandemia (véase el segundo gráfico).

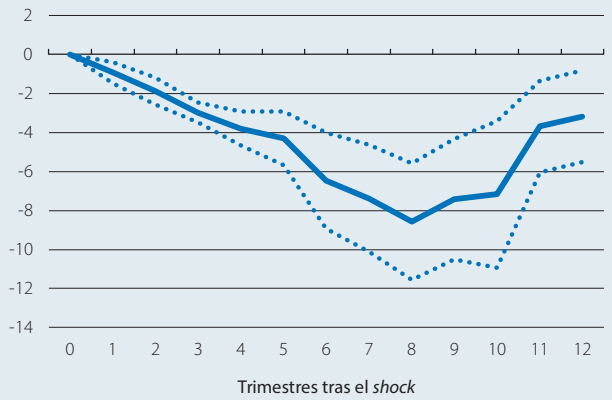
La segunda metodología[3] señala que el endurecimiento de la política monetaria observado en los últimos trimestres tiene, de mediana, un potencial de ajuste sobre los precios cercano al 5%.[4] El análisis sugiere que las subidas de tipos tardan alrededor de ocho trimestres en transmitirse plenamente sobre los precios de la vivienda, lo que apunta a un enfriamiento gradual de los mercados inmobiliarios que podría prolongarse durante 2023 y 2024. Además, este ejercicio nos permite separar el impacto final del endurecimiento monetario entre dos fuerzas: por un lado, la sensibilidad de cada economía a una subida de tipos determinada; y, por el otro, la subida de tipos realmente observada en los últimos trimestres. Así, y en una línea parecida a la del primer ejercicio, en algunas economías estimamos un potencial impacto que se acerca al 15%, mientras que en otras apenas se estima efecto.

Por ejemplo, en EE. UU. la sensibilidad estimada de los precios inmobiliarios a los tipos de interés no es de las más elevadas de la muestra, pero el endurecimiento monetario sí lo ha sido y se traduce en un potencial de corrección relativamente alto (casi del 20%). La imagen para el conjunto de la eurozona es parecida, aunque algo más moderada por su menor tensionamiento de los tipos de interés (potencial algo inferior al 15%). Sin embargo, el impacto estimado entre las grandes economías europeas es claramente inferior (entre –2% y –10%). En el conjunto de la muestra, los mercados más señalados por este ejercicio son los anglosajones, con Canadá, Australia y el ya mencionado caso de EE. UU., además de Países Bajos en Europa.

3. Reproducimos y extendemos al resto de los países el modelo de la eurozona de Battistini *et al.* (2022), «The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market», BCE, Boletín Económico 6/2022. En concreto, estimamos un vector-autorregresivo entre el precio de la vivienda, la inversión residencial y el tipo de interés hipotecario, añadiendo variables de control (PIB real, IPC, tipo de interés interbancario de corto plazo y crédito inmobiliario), para el periodo 2003-2022. Las funciones de impulso-respuesta se estiman con el método de proyecciones locales.
4. Analizamos un grupo de países anglosajones (EE. UU., Reino Unido, Canadá y Australia), otro de europeos (agregado eurozona, Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos e Irlanda) y otro de escandinavos (Noruega, Dinamarca y Finlandia).

Eurozona: impacto en los precios inmobiliarios de un aumento de 1 p. p. en los tipos de interés

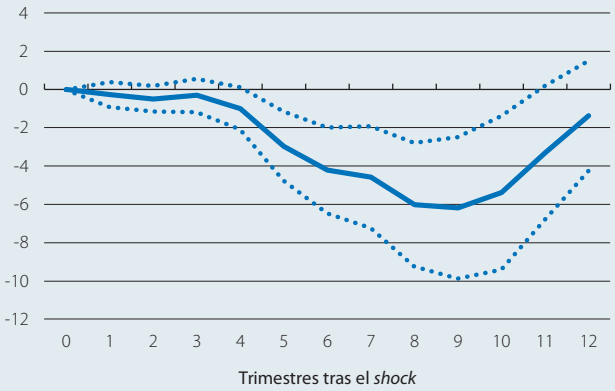
Desviación (%)



Nota: *Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

EE. UU.: impacto en los precios inmobiliarios de un aumento de 1 p. p. en los tipos de interés

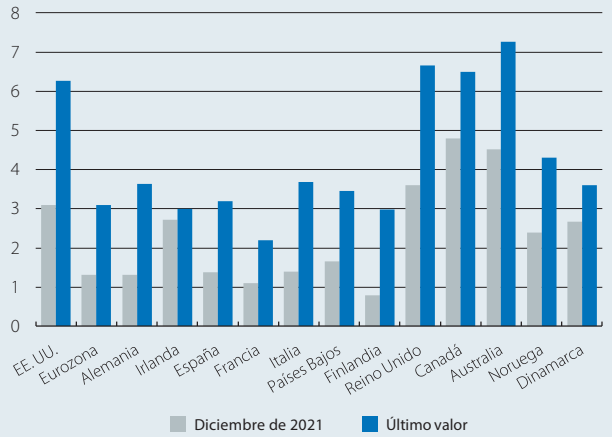
Desviación (%)



Nota: *Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Tipos de interés hipotecarios

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed, del BCE, del BoE, del Banco de Canadá, de RBA, del Norges Bank y del Danmarks Nationalbank.*

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Actividad									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,2	9,0	7,9	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	106,0	103,4	104,2
Producción industrial	4,4	3,4	4,4	3,8	3,5	1,9	1,0	0,3	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	47,4	47,7	...
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.605	1.554	1.720	1.647	1.450	1.398	1.321	1.450	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	306	299	313	310	303	300	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,4	3,6	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,2	60,2	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,9	–4,0	–3,9	–3,7	–4,8	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,4	6,0	...
Inflación subyacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,6	5,5	...

JAPÓN

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Actividad									
PIB real	2,1	1,0	0,5	1,7	1,5	0,4	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	31,0	31,1	...
Producción industrial	5,6	0,1	–0,6	–3,6	4,0	0,6	–3,8	–1,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–1,0	–1,9	–3,0	–3,8	–5,1	–7,7	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	4,4	3,3	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	–0,9	0,8	1,5	2,8	3,2	3,4	...

CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	2,9	–	–	–
Ventas al por menor	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	–2,7	–	3,5	...
Producción industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	–	2,4	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	50,1	52,6	51,9
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	889	728	824	908	889	–	912,4	...
Exportaciones	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	–6,8	–	–6,8	...
Importaciones	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–6,5	–	–10,2	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,0	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	7,1	6,8	6,9	6,9

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	...	5,9	1,1	–0,6	–2,6	–2,4	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,9	...	1,6	2,1	3,4	2,0	0,9	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	...	–13,7	–22,6	–26,9	–26,9	–20,7	–19,1	–19,2
Sentimiento económico	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	99,7	99,6	99,3
PMI manufacturas	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	48,8	48,5	47,3
PMI servicios	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	50,8	52,7	55,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,1	7,0	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,4	8,1	8,0	7,9	8,0	8,0	...
PIB real *(variación interanual)*	5,6	3,5	5,5	4,4	2,4	1,8	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	2,8	1,9	3,5	1,7	1,4	0,9	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	7,2	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	7,3	3,9	6,5	5,1	2,5	1,4	–	–	–

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
General	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	8,6	8,5	6,9
Subyacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,3	5,6	5,7

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Saldo corriente	2,6	–0,8	1,8	0,7	–0,8	–0,8	...	...	...
Alemania	7,8	4,2	7,1	6,0	4,7	4,2	4,2	...	...
Francia	0,4	–2,0	0,1	–0,4	–1,3	–2,0	–1,9	...	...
Italia	3,0	–0,7	2,1	1,0	–0,6	–0,7	–0,7	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	93,0	93,0	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	4,5	6,1	8,4	7,8	6,1	5,7	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	4,4	4,6	4,4	4,0	3,6	3,2	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,5	3,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	3,5	3,7	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	–1,5	–3,5	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	–0,3	0,9	5,3	12,0	15,2	17,5	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	0,7	2,2	4,1	7,6	13,7	21,3	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,5	1,9	...

Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

Notable resiliencia de la economía española, pero los riesgos a medio plazo siguen siendo relevantes

La mejora de los *shocks* de oferta con la corrección de los precios de la energía y el alivio de los cuellos de botella, junto con las medidas de apoyo fiscal y la buena marcha del mercado laboral, están contribuyendo a un desempeño de la actividad mejor de lo que se esperaba, lo que está llevando, incluso, a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB para 2023. Sin embargo, la transmisión de un endurecimiento de las condiciones financieras mayor al que se preveía hace unos meses, así como el posible impacto en la confianza de los agentes de las turbulencias financieras surgidas a raíz del episodio del Silicon Valley Bank (SVB) podrían pasar factura al ritmo de crecimiento económico en 2024. Así, el Banco de España ha elevado su previsión para 2023 en 0,3 p. p., hasta el 1,6%, pero ha rebajado la de 2024 en 0,4 p. p., hasta el 2,3%.

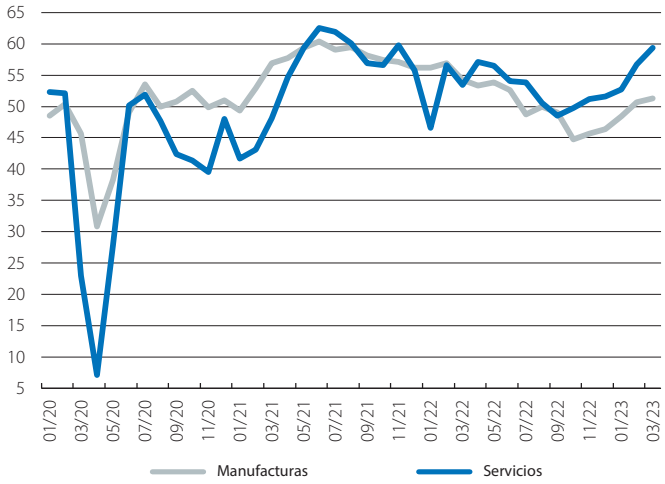
Los indicadores que hemos ido conociendo en los primeros meses del año ofrecen, en general, señales positivas. El índice de sentimiento empresarial (PMI) del sector manufacturero se situó en el 1T en zona expansiva (por encima de los 50 puntos, en concreto 50,1 puntos) por primera vez desde el 2T 2022. En el caso de los servicios, el PMI se elevó hasta 56,3, el mejor registro desde el 4T 2021. Además, el sector turístico ha arrancado 2023 con muy buen tono y unas perspectivas muy favorables para la temporada estival: la entrada de turistas en enero-febrero se sitúa apenas un 1,3% por debajo del mismo periodo de 2019 (–5,5% en el 4T 2022) y el gasto de los turistas extranjeros supera en un 12,9% el registro de enero-febrero de 2019.

Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea prolonga su senda ascendente y se sitúa en el 1T en máximos del último año (–23,2 puntos *vs.* –28,2 en el 4T 2022). La mejora del clima de confianza de los hogares, junto con el repunte de la creación de empleo, se refleja en la mejor evolución del consumo en el tramo inicial del año. Así, las ventas minoristas en volumen, corregidas de efectos estacionales y excluido el gasto en estaciones de servicio (muy afectado por la retirada de la bonificación al consumo de gasolina), crecieron en enero-febrero un 2,4% intertrimestral (2,0% en el 4T 2022). El monitor de consumo de CaixaBank Research anota un crecimiento de la actividad de tarjetas españolas en el conjunto del 1T del 8% interanual, que supera el registro del 4T 2022 (6%).

El mercado laboral sigue dando sorpresas positivas, con una intensificación del ritmo de creación de empleo. Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo confirman el excelente momento del empleo: en términos desestacionalizados se registró un aumento de 151.943 afiliados, el mayor desde junio de 2021, mes en el que se produjo un fuerte crecimiento tras el

España: PMI

Nivel



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

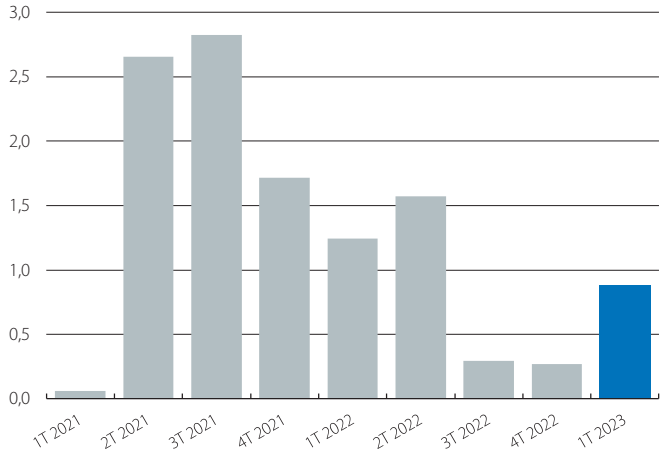
España: indicador de confianza del consumidor

Nivel

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intertrimestral (%)



Nota: *Serie desestacionalizada de afiliados que no están en ERTE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MITRAMISS.*

levantamiento de las restricciones por la pandemia. Con este dato, el empleo efectivo (afiliados desestacionalizados que no están en ERTE) crece en el 1T 2023 un 0,9% intertrimestral, lo que supone una importante aceleración respecto al crecimiento del trimestre anterior (0,3%).

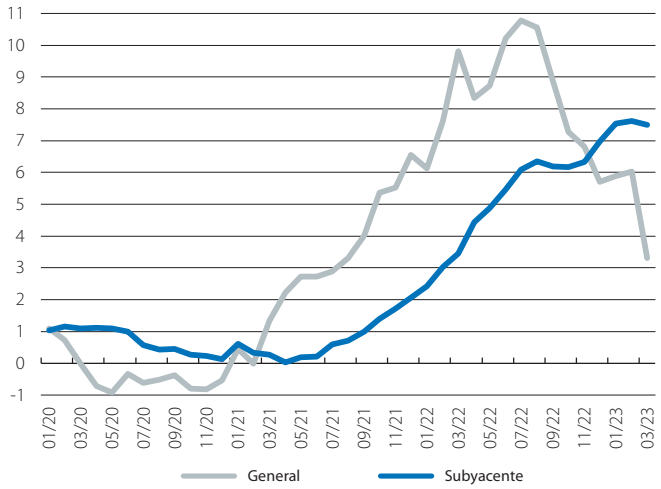
El precio de los alimentos, principal foco de inflación. Según el dato avanzado por el INE, la inflación general se redujo con intensidad en marzo, hasta el 3,3% (6,0% en febrero); se trataría del nivel más bajo desde agosto de 2021. Esta corrección se debió al efecto base generado por el incremento de los precios de la energía en marzo de 2022, que, según nuestros cálculos, habría restado alrededor de 3 p. p. a la inflación general. Por el contrario, la inflación subyacente (excluidos los alimentos frescos y la energía), impulsada, sobre todo, por el encarecimiento de los alimentos elaborados, sigue instalada en niveles muy elevados, si bien anota en marzo una tímida caída, la primera en cinco meses (7,5% *vs.* 7,6% en febrero).

Señales de enfriamiento en el mercado de la vivienda. Los precios de la vivienda, según los datos del INE, cerraron 2022 con un crecimiento notable (7,4%), pero con un patrón de «más a menos»: en el 4T 2022 anotaron una caída del 0,8% intertrimestral, tras subir un 1,7% en el 3T. Por su parte, las compraventas de viviendas muestran cierta volatilidad y, tras un diciembre débil (–10,2% interanual), en enero aumentaron un 6,6%. A pesar de este buen dato, la actividad presenta signos de desaceleración: si durante la primera mitad de 2022 las compraventas crecieron cerca del 23% interanual en promedio, en los últimos tres meses el ritmo de crecimiento se ubicó en torno al 2% interanual.

El déficit público cerró 2022 en el 4,8% del PIB. El déficit de las Administraciones públicas ascendió a 63.776 millones de euros en 2022, cifra equivalente al 4,8% del PIB (6,9% en 2021). En un contexto de fuerte crecimiento económico y creación de empleo, los ingresos aumentaron un 8,1%, muy por encima de los gastos (3,8%). El déficit, aunque elevado, se ha situado por debajo de la previsión del Gobierno, que estimaba un 5,0% del PIB en el último Plan Presupuestario enviado a Bruselas. Por su parte, la deuda pública cerró el año en 1,5 billones de euros, 75.267 millones más que al cierre de 2021, si bien en términos de PIB, la ratio bajó al 113,1%, 5,2 p. p. menos que en 2021, pero todavía muy por encima de los niveles de 2019 (98,2%).

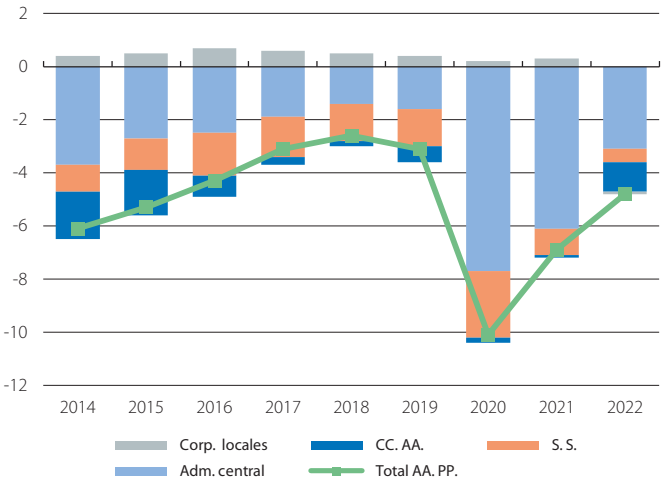
El sector exterior arranca el año con buen pie. El déficit comercial se situó en enero en 3.956 millones de euros, cifra notablemente inferior a la de enero de 2022 (–6.523 millones). Por componentes, se corrigió tanto el déficit energético como el no energético. El energético se redujo hasta 2.849 millones desde 3.359 millones un año antes, gracias a la caída de las importaciones en volumen (–2,0% interanual), en un contexto de intensa desaceleración en el crecimiento de los precios. Por su parte, el saldo no energético se situó en –1.107 millones (–3.164 millones en enero de 2022), gracias al mayor dinamismo de las exportaciones (13,8% *vs.* 4,7% las importaciones).

España: IPC
Variación interanual (%)



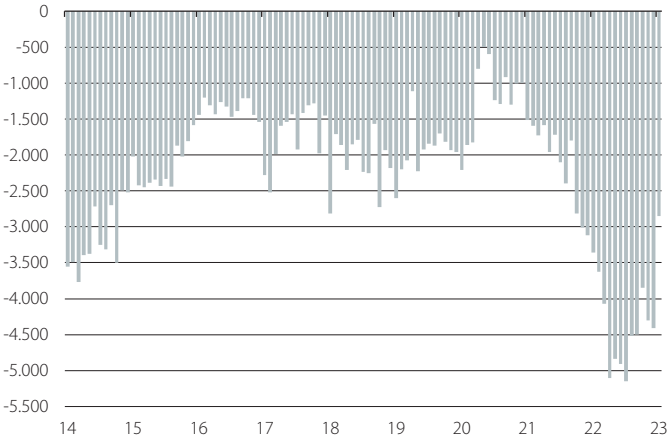
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: saldo de las Administraciones públicas
(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.*

España: saldo de la balanza energética
(Millones de euros)



Nota: *Datos mensuales de productos energéticos según la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas.*

El papel de los servicios no turísticos en el saldo exterior de España

El sector exterior español lleva 12 años consecutivos registrando superávit. Un éxito que demostró su fortaleza el año pasado, cuando el saldo por cuenta corriente sobrevivió a la crisis energética, que provocó un fuerte encarecimiento de los productos energéticos importados y un acusado deterioro de la balanza comercial. Este empeoramiento de la balanza de bienes se vio compensado por la mejora del superávit por turismo gracias a la recuperación de los flujos de turistas tras la pandemia, pero también por la ampliación del superávit de los servicios no turísticos hasta suponer el 2,3% del PIB, 5 décimas por encima del año anterior. Lo cierto es que los servicios no turísticos han ido adquiriendo un creciente protagonismo en el comportamiento del saldo exterior español y, desde 2008, vienen registrando superávit. Así, los ingresos por servicios no turísticos han pasado de representar el 5,1% del PIB en 2014 al 7,1% en 2022, y ya suponen el 16,4% de las exportaciones españolas de bienes y servicios. En este artículo, revisamos el comportamiento de las actividades que lo integran.

Los tipos de servicios no turísticos

Al descomponer el saldo de servicios no turísticos,[1] aparecen como mayores contribuidores tres actividades. Por orden de contribución al saldo total, estos son los servicios empresariales, los servicios de transporte y los de telecomunicaciones, informática e información.

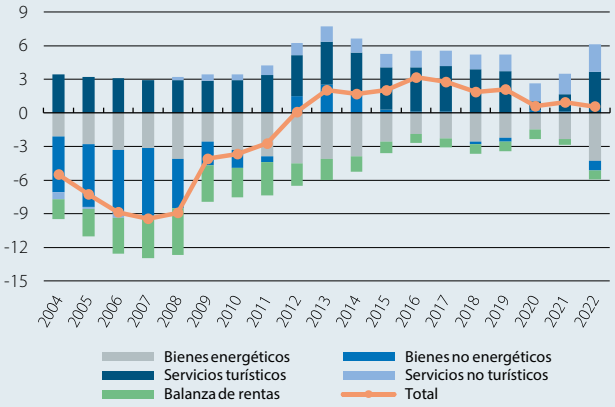
Los servicios empresariales[2] son los mayores contribuidores al superávit exterior de los servicios no turísticos, con un saldo que se ha ampliado hasta el 0,7% del PIB en 2022 desde el 0,5% en 2014. También representan el mayor peso en el total de ingresos no turísticos, con un 34%.

Los servicios de transportes, que incluyen tanto de pasajeros como de mercancías, marítimo, aéreo, ferroviario y por carretera, presentan un superávit del 0,6% del PIB, un saldo que se ha mantenido relativamente estable, ya que en 2014 era del 0,5%. En cuanto a ingresos, este sector concentra el 26% del total de exportaciones de servicios no turísticos.

Completando el podio están los servicios de telecomunicaciones, informática e información, con un saldo del 0,4% del PIB y se han mantenido constantes desde el 2014, aunque con cierta volatilidad durante ese periodo. Este sector aporta el 16% de los ingresos de servicios no turísticos.

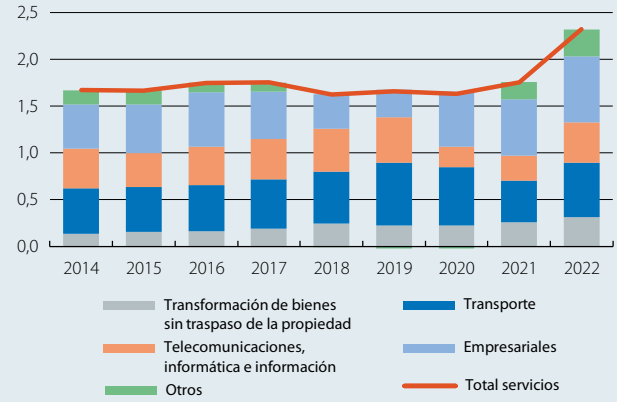
1. A partir de la encuesta de comercio internacional de servicios (ECIS) del INE, un cuestionario digital realizado a empresas e instituciones de diferentes sectores de servicios no turísticos sobre sus exportaciones/ingresos e importaciones/pagos realizados. Los datos son trimestrales y están disponibles desde el 1T 2014 hasta el 4T 2022.
2. Los servicios empresariales se componen de las siguientes actividades: servicios relacionados con el comercio, el alquiler, la transformación y la reparación de bienes, servicios profesionales y de consultoría en administración de empresas, servicios de I+D, servicios técnicos de arquitectura, ingeniería y científicos.

España: balanza por cuenta corriente
(% sobre el PIB)



Nota: *Datos estimados para 2022 y previsión para 2023, siguiendo la clasificación CUCI.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex y del Banco de España.*

España: saldo exterior por tipo de servicio no turístico
(% del PIB)



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

Sin embargo, el grupo de «otros servicios», con un peso reducido en los ingresos (19%) destaca por el aumento de su superávit, que ha pasado del 0,1% en 2014 al 0,3% en 2022. En este grupo se encuentran los servicios de propiedad intelectual, que si bien es el único segmento que presenta déficit, este se ha reducido a la mitad en el periodo.

Los sectores que más crecen

Aparte de los sectores que más contribuyen al superávit de los servicios no turísticos, es relevante ver los que registran un mayor crecimiento de ingresos. Como se puede apreciar en la primera tabla, las actividades de menor peso son las que han crecido a un ritmo más elevado, como es el caso en los servicios personales, culturales y recreativos (que incluyen servicios educativos, de salud y servicios audiovisuales) con un crecimiento acumulado desde 2014 del 121% o los servicios de la propiedad intelectual (300%).

Ingresos y saldo por tipo de servicio

Tipo de servicio	Ingresos (variación 22/19, %)	Ingresos (variación 22/14, %)	Peso del total de ingresos (2022, %)	Saldo en % del PIB (2022)	Saldo en % del PIB (2014)
Personales, culturales y recreativos	77,0	120,8	2,4	0,1	0,0
Transformación de bienes sin trasp.	47,0	163,9	4,9	0,3	0,1
Propiedad intelectual	41,0	300,6	4,5	–0,1	–0,2
Empresariales	39,2	92,5	33,9	0,7	0,5
Seguros y pensiones	31,7	65,1	6,7	0,0	0,1
Total servicios	**29,5**	**80,2**	**100,0**	**2,3**	**1,7**
Financieros	26,1	24,7	2,7	0,1	0,1
Transporte	24,5	73,0	25,9	0,6	0,5
Mantenimiento y reparación	18,6	91,0	2,1	0,1	0,1
Telecomunicaciones	14,2	62,6	15,8	0,4	0,4
Bienes y servicios de las AA. PP.	–8,4	–2,6	0,1	0,0	0,0
Construcción	–19,3	–38,8	0,9	0,1	0,1

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

Porcentaje del total de exportaciones de servicios no turísticos

Tipo de servicio	Europa	América del Norte y Central	América del Sur	África	Asia	Oceanía
2014	62,3	13,1	10,8	4,3	9,1	0,5
2015	62,5	13,6	9,7	4,0	9,5	0,6
2016	61,4	13,8	8,7	3,7	11,7	0,6
2017	62,9	14,4	8,7	3,5	9,9	0,6
2018	63,9	14,6	8,2	3,4	9,4	0,5
2019	64,8	14,5	7,7	3,0	9,4	0,5
2020	66,9	14,1	7,1	2,9	8,6	0,4
2021	66,0	15,0	6,5	3,4	8,7	0,4

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

Asimismo, los servicios empresariales, dado su elevado peso junto a un notable avance, un 92,5% desde 2014, son los que más han contribuido al crecimiento de los ingresos por servicios no turísticos. Con todo, los datos muestran un patrón importante: el aumento de los ingresos procedentes de actividades basadas en el conocimiento, hasta suponer el 57% de los ingresos totales, mientras que sectores de mayor capital tangible como la construcción o mantenimiento y reparaciones han perdido relevancia, en cuanto a peso y dinamismo.

¿Dónde exportamos?

Si bien es importante la desagregación por tipos de servicios no turísticos a la hora de explicar el comportamiento de esta balanza en los últimos años, también lo es la desagregación geográfica. Como se puede ver en la segunda tabla, Europa es de lejos el destino donde más se exportan estos servicios, con un 66% de estas exportaciones. Tras Europa, los destinos más importantes son América del Norte y Central (15%), Asia (8,7%), América del Sur (6,5%), África (3,4%) y Oceanía (0,4%). Esta distribución supone una diversificación geográfica mayor que la existente en el comercio de bienes, donde Europa representa el 74% de las exportaciones totales. También cabe destacar el cambio de dinámicas comerciales desde 2014, donde se puede apreciar la creciente importancia de Europa (+3,7 p. p.) y de América del Norte y Central (+2 p. p.) en detrimento de los ingresos procedentes de América del Sur (–4,3 p. p.) y Asia en menor medida (–0,4 p. p.). El menor peso de los ingresos procedentes de América del Sur está ligado a la caída de los ingresos de las actividades de construcción e infraestructuras en la región tras la fuerte expansión registrada en la primera década de este siglo.

En definitiva, los servicios no turísticos se han convertido en una de las partidas más importantes en la compensación del desequilibrio de la balanza de bienes española, lo que viene a reflejar la creciente internacionalización de las empresas de servicios españolas y la elevada capacidad competitiva de actividades con alto potencial de crecimiento y más ligadas al conocimiento. La mayor sofisticación, contenido tecnológico y productividad media en servicios como los de ingeniería, consultoría o investigación y desarrollo han permitido que su competitividad no esté tan determinada por el precio, sino por aspectos relacionados con la diferenciación del servicio, la innovación y la calidad del capital humano.

Jaume Servert Banegas

Sector inmobiliario español: balance 2022 y perspectivas 2023

Hemos dejado atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda batió todas las expectativas, con cerca de 650.000 compraventas (+14,7%), la cifra más alta desde el año 2007. El inicio del ciclo de subidas de los tipos de interés de referencia en verano de 2022 por el BCE apenas conllevó un ligero descenso del ritmo de compraventas en el tramo final del año, con más de 150.000 compraventas en el último trimestre.[1] Es previsible, sin embargo, que el aumento de los tipos de interés, junto con el menor crecimiento de la renta bruta real disponible de los hogares, siga debilitando la demanda de vivienda. A su vez, la demanda de inversión está adoptando una postura de esperar y ver (*wait and see*). En este contexto, prevemos un retroceso en el número de compraventas hasta las 480.000 viviendas en 2023, un nivel notablemente inferior al de 2022 pero todavía superior al promedio histórico desde 2007 (460.000).

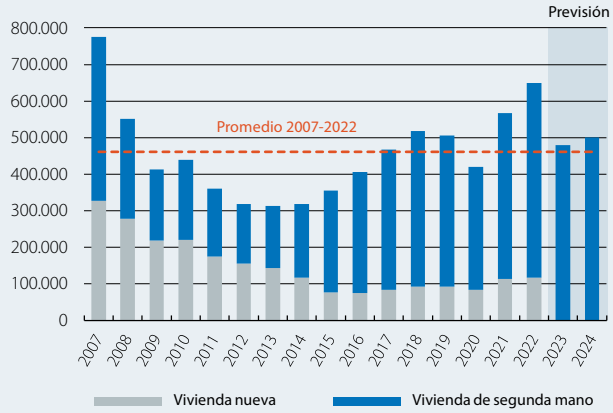
Por segmentos, prevemos que el descenso de las compraventas de vivienda se concentre en la vivienda de segunda mano. Las compraventas de vivienda de obra nueva se mantendrán gracias al elevado porcentaje de preventas de las promociones actualmente en construcción y la relativa escasez de esta tipología de vivienda. De hecho, el fuerte repunte del número de compraventas de 2022 se debió íntegramente al mercado de segunda mano: se vendieron un 17,7% más de viviendas de segunda mano que en 2021 (532.000 viviendas, un 82% del total). En cambio, el número de compraventas de vivienda nueva se mantuvo en un rango similar al del año anterior (117.000 viviendas, un 2,6% más que en 2021).

La demanda extranjera, por su parte, avanzó de forma extraordinaria en 2022: los extranjeros compraron cerca de 90.000 viviendas en España, una cifra que supera ampliamente los valores prepandémicos y que representó un 13,75% del total de compraventas. Por nacionalidades, los británicos volvieron a encabezar el *ranking*, con unas 9.800 compraventas, seguidos de alemanes (8.400) y franceses (6.200). Los indicadores de intención de compra, basados en las búsquedas en Google sobre «comprar vivienda en España» realizadas desde los distintos países de origen de estos compradores, apuntan a que esta tendencia positiva se puede moderar en este 2023 (se observa un ligero descenso en la popularidad de estas búsquedas respecto a los elevados niveles registrados en 2022). Alemania y Suecia serían las nacionalidades cuyos indicadores siguen en niveles muy elevados.

La distribución geográfica de la demanda extranjera es muy desigual, y se concentra en el arco mediterráneo y los archipiélagos. Baleares es la comunidad autónoma con un mayor peso de las compraventas de extranjeros, un 34,4% del total de compraventas de vivienda en la comunidad.

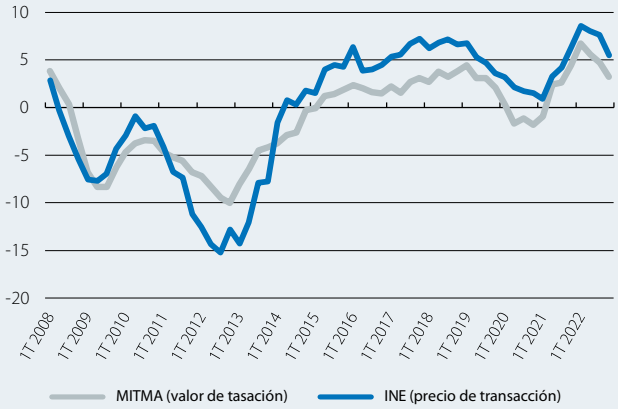
1. En diciembre, se produjo un descenso interanual en el número de compraventas según el INE (–10,2%), pero en enero se volvió a terreno positivo (6,6% interanual).

España: compraventas de vivienda
(Número de compraventas)



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

España: el precio de la vivienda se desacelera
Variación interanual (%)

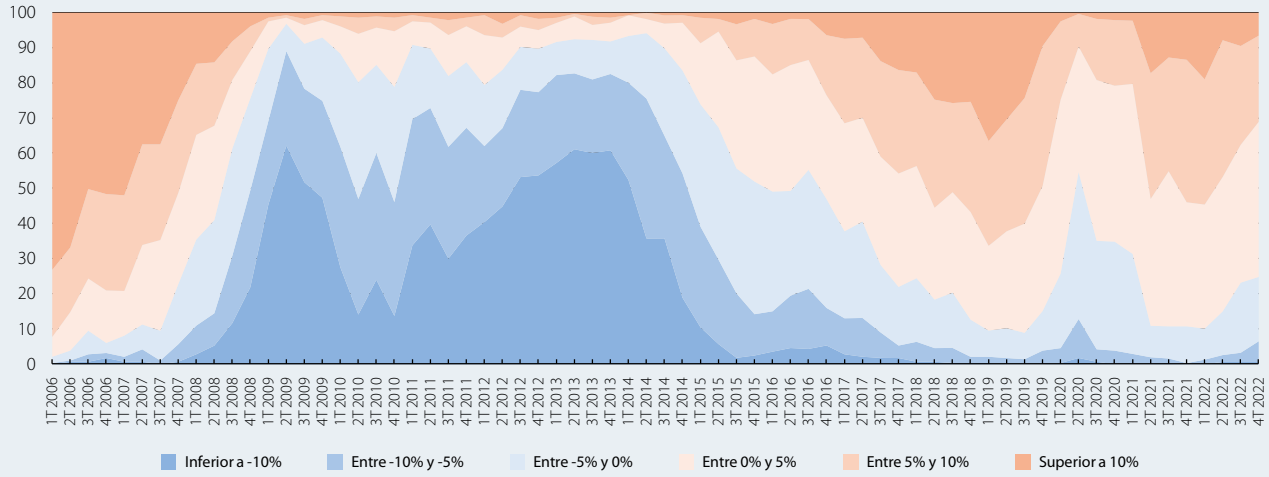


Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.*

Un porcentaje que se ha incrementado en 5 p. p. respecto a antes de la pandemia (29,4% en 2019).

La oferta de vivienda sigue siendo muy limitada e insuficiente para cubrir las necesidades de vivienda dada la evolución demográfica. Así, el número de visados de obra nueva (109.000 viviendas en 2022) fue inferior a la creación neta de hogares (210.000), una situación que ya se observó en 2020 y 2021. Un factor que podría ayudar a la recuperación de la oferta es la reciente moderación en el ritmo de avance de los costes de construcción. Dichos costes repuntaron con fuerza en la primera mitad de 2022 (pico del 19,5% interanual en mayo). Desde entonces, el ritmo de avance es algo más contenido (10,3% interanual en diciembre de 2022) y prevemos que las presiones de costes tiendan a moderarse en vista de la evolución reciente del precio de la energía y del precio de los metales industriales en los mercados internacionales, que han descendido de forma marcada desde mediados de 2022, a pesar del repunte reciente por la reapertura de China.

España: distribución de los municipios según la variación interanual del precio de la vivienda
(% de municipios)



Nota: *En cada trimestre, se clasifican los municipios según si la variación interanual del precio de la vivienda es inferior al –10%, entre el –10% y el –5%, etc.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA.*

El precio de la vivienda anotó avances significativos en 2022 (5,0% según el MITMA y 7,4% según el INE), pero mostró una marcada tendencia a la desaceleración en términos interanuales a lo largo del año. Así, tras repuntar un 6,7% en el 1T, el ritmo de avance fue menguando hasta el 3,3% en el 4T según el valor de tasación de vivienda libre publicado por el MITMA (del 8,5% interanual en el 1T 2022 al 5,5% en el 4T, según el INE, que basa su índice de precios en el valor de transmisión).

Todas las comunidades autónomas experimentaron una desaceleración del ritmo de avance del precio de la vivienda a lo largo de 2022, pero anotaron un crecimiento positivo al cierre del año, con la única excepción de Murcia (–0,1% interanual en el 4T 2022). Baleares fue la comunidad autónoma que registró el mayor incremento del precio de la vivienda en 2022, con un avance del 7,8% (frente al 5% del total nacional). De hecho, es la única comunidad donde el precio de la vivienda ya supera en términos nominales el precio máximo que se registró antes del estallido de la burbuja inmobiliaria de 2008 (en concreto, en el 4T 2022 era un 11% superior al anterior máximo, mientras que el total nacional se encontraba un 17% por debajo del máximo).

La evolución del precio de la vivienda en los municipios de más de 25.000 habitantes también se desaceleró en 2022: el porcentaje de municipios con una variación interanual negativa fue del 25% del total en el 4T 2022 (comparado con poco más del 10% a inicios de año). En cambio, el porcentaje de municipios con un incremento del precio de la vivienda superior al 10% fue de solamente el 6,5% en el 4T 2022 (frente al pico del 19% en el 1T 2022).

En los próximos trimestres, la economía española seguirá haciendo frente a un contexto adverso, marcado por la incertidumbre geopolítica y el aumento de los tipos de interés.[2] En este contexto económico exigente, prevemos que la trayectoria de desaceleración del precio de la vivienda tendrá continuidad y esperamos que se mantenga prácticamente estancado en 2023. La evolución va a ser más positiva en las localizaciones más demandadas, como son los centros de las grandes ciudades y las zonas turísticas. En cuanto a la tipología de vivienda, prevemos una evolución diferenciada: la vivienda de segunda mano será la más afectada, mientras que esperamos un mejor comportamiento de la vivienda nueva, por su relativa escasez y elevada demanda.

Estas perspectivas, relativamente positivas para el sector inmobiliario español, descansan sobre una serie de hipótesis que constituyen el escenario central de CaixaBank Research. Las turbulencias que están experimentado los mercados financieros desde mediados de marzo son una alerta de los riesgos que pueden surgir en un contexto de subidas rápidas de los tipos de interés y que, de alargarse en el tiempo o agravarse, algo que no forma parte de nuestro escenario central, podrían tener un efecto sobre las perspectivas económicas y el sector inmobiliario. Con todo, es importante remarcar que el sector inmobiliario parte de una situación mucha más sólida que en el anterior ciclo para poder capear la situación: en la actualidad no hay un exceso de oferta, ni se ha producido un crecimiento excesivo del crédito, ni se han relajado los estándares crediticios.[3] Asimismo, los hogares cuentan con balances más saneados y los bancos cuentan con amplios colchones de capital y de liquidez.

Judit Montoriol Garriga

2. La economía española también contará con algunos elementos que apoyarán el crecimiento de la actividad, como la aceleración del despliegue de los fondos NGEU y la recuperación del turismo. Prevemos un avance del PIB del 1,3% en 2023.
3. Véase el artículo «El sector inmobiliario se enfría», publicado en el *Informe Sectorial Inmobiliario* 1S 2023, para un análisis comparado de distintas variables en los dos ciclos expansivos más recientes del mercado inmobiliario español (1999-2007 y 2014-2022).

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,9	1,6	4,4	4,6	0,8	–0,2	–0,4	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,6	–0,9	6,8	0,4	–5,2	–5,4	–3,7	–5,8	–3,2
PMI de manufacturas (*valor*)	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	48,4	50,7	51,3
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	4,7	15,4	31,6	18,8	8,8	2,6	–1,3	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	9,6	29,0	41,8	33,6	23,0	17,3	12,8	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	8,5	8,0	7,6	5,5	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	64,7	129,8	313,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	52,7	56,7	59,4
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	0,2	1,2	0,2	1,8	5,5	4,0	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	51,4	19,2	66,1
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–12,9	–26,4	–18,2	–26,8	–32,5	–28,2	–22,9	–22,1	–24,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	3,0	3,1	4,6	4,0	2,6	1,4	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,3	2,4	2,7
PIB	**5,5**	**5,5**	**6,9**	**7,8**	**4,7**	**2,6**	**–**	**–**	**–**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
General	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	5,9	6,0	3,3
Subyacente	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	7,5	7,6	7,5

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	21,2	22,9	26,2	22,2	23,3	22,9	21,9	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	24,8	33,4	36,1	35,2	38,1	33,4	29,8	...	...
Saldo corriente	**11,5**	**7,8**	**8,1**	**7,8**	**6,1**	**7,8**	**14,1**	**...**	**...**
Bienes y servicios	17,9	18,7	13,7	14,7	14,4	18,7	24,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	–6,4	–10,9	–5,6	–7,0	–8,3	–10,9	–10,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**22,4**	**19,7**	**19,1**	**19,5**	**18,0**	**19,7**	**26,4**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,8	2,7	1,7	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	2,3	0,4	...
A plazo y preaviso	–24,4	–19,7	–26,8	–25,4	–19,2	–7,4	0,2	4,4	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	19,3	15,6	6,6	–3,1	5,8	7,3	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,9**	**2,1**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,5	–0,7	–1,1	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,9	–0,9	–1,4	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	–0,8	–1,3	...
Hogares - otras finalidades	–1,2	–0,6	–1,1	–0,5	–0,9	–0,1	0,0	–0,1	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	3,4	1,9	–3,5	–1,1	–1,1	0,9	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,7**	**–1,0**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**4,3**	**3,5**	**4,3**	**4,1**	**3,8**	**3,7**	**3,6**	**...**	**...**

Notas: *1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Señales alentadoras de la economía portuguesa en el arranque del año

El buen tono de los indicadores de actividad plantea riesgos de revisión al alza para nuestra previsión de crecimiento del PIB del 1% en 2023. Destaca el buen comportamiento de los indicadores relativos al consumo, en particular las ventas de automóviles y el tráfico aéreo, lo que sugiere que el turismo sigue siendo un importante motor de actividad. Asimismo, los indicadores de confianza muestran una tendencia positiva en todos los sectores, a excepción de la construcción. A ello se suman señales mixtas en el mercado laboral: el paro registrado disminuyó en febrero (–2,0% intermensual), por primera vez en siete meses, y las ofertas de empleo aumentaron (+8,7% intermensual). Por el contrario, la tasa de desempleo creció en enero, por tercer mes consecutivo, hasta el 7,1%, la más alta desde enero de 2021.

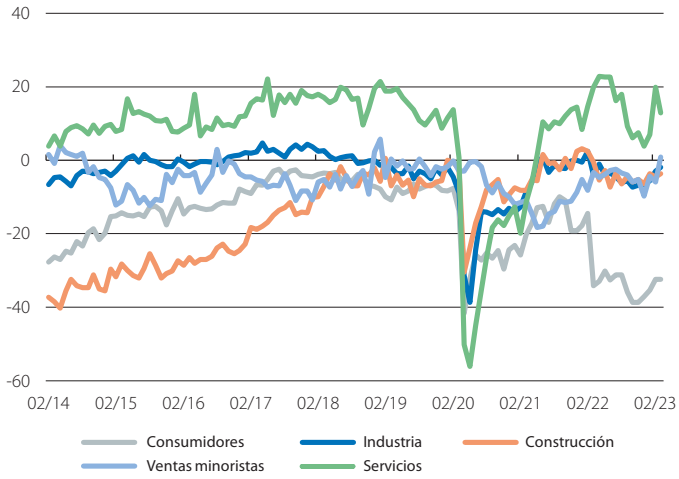
La inflación general se modera, pero la subyacente se resiste. Según el dato de avance de marzo, la inflación se desaceleró 8 décimas, hasta el 7,4%, gracias al efecto base por la comparación con la fuerte alza de los precios de la energía y los alimentos en marzo del año pasado. Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene en niveles muy elevados y apenas se redujo 2 décimas en marzo, hasta el 7%. Si los precios de la energía en los mercados internacionales se mantienen estables, se espera una nueva desaceleración del IPC general en abril, mes en el que los efectos de la medida IVA cero deberían dejarse sentir también en varios productos de la cesta alimentaria.

El precio de la vivienda creció un 12,6% en 2022. No obstante, los últimos datos apuntan a un enfriamiento del mercado: el índice de precios de la vivienda del 4T 2022 anotó una desaceleración (11,3% interanual *vs.* 13,1% anterior) y las operaciones de crédito para vivienda nueva en enero cayeron un 13% interanual.

El déficit presupuestario sorprende positivamente en 2022. Se situó en el 0,4% del PIB (2,9% en 2021), gracias a un crecimiento de los ingresos muy superior al de los gastos (10,2% *vs.* 4,4%), impulsados por el notable aumento de los ingresos tributarios (16,6%) y de las cotizaciones sociales (8,5%). Por el lado de los gastos, destaca positivamente la partida de intereses, que mantuvo la tendencia a la baja (–9,4%) y se situó en el 2,0% del PIB, el nivel más bajo de la serie, lo que sitúa nuevamente el saldo primario en territorio positivo (1,6% del PIB).

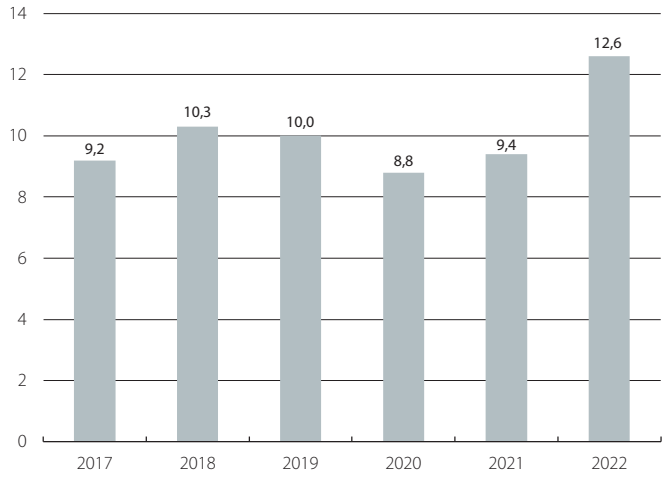
La balanza corriente arranca en positivo en 2023. La balanza por cuenta corriente arrojó en enero un superávit de 268 millones de euros (*vs.* déficit de 380 millones de euros un año antes), gracias a la mejora de la balanza de bienes no energéticos y, sobre todo, de servicios, principalmente turismo. La balanza de rentas también contribuyó, fruto del aumento de los dividendos recibidos, una menor contribución financiera a la UE y un aumento de las transferencias recibidas.

Portugal: indicadores de confianza
(Puntos)



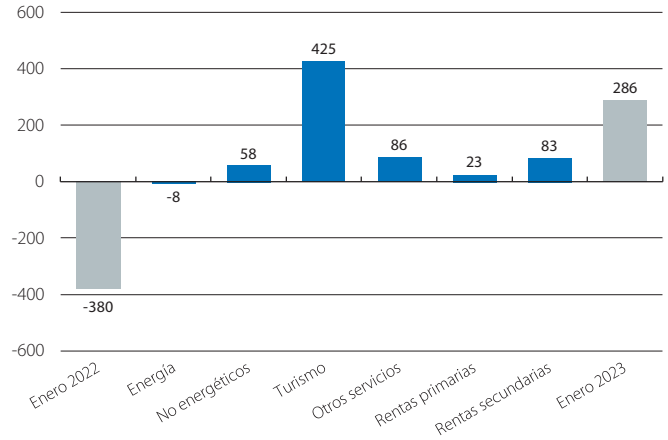
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: índice de precios de la vivienda
Variación promedio anual (%)



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

Portugal: evolución de la balanza por cuenta corriente
(Millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Índice coincidente de actividad	3,4	6,0	6,7	5,4	4,7	...	4,7	5,0	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	–0,2	...	4,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–5,3	–3,4	–2,3	–4,7	–6,6	–4,9	–6,3	–5,0	–3,5
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	5,2	2,7	–4,2	12,0	...	5,5	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	4,5	–2,8	–16,0	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	...	14,9	12,5	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	...	153,9	137,9	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	0,1	15,0	21,1	17,9	8,1	9,9	6,1	10,2	13,3
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	...	3,8	0,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	5,0	4,4	5,2	3,2	2,3	...	2,4	3,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–17,2	–29,7	–30,5	–31,8	–37,0	–35,1	–37,0	–35,0	–33,4
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	...	0,2	0,7	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	...	7,0	...	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**...**	**–**	**–**	**–**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
General	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,3	8,4	8,2	7,4
Subyacente	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,0	7,2	7,0

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	18,3	23,1	18,9	22,7	23,1	...	22,4	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,0	31,3	31,5	35,2	31,3	...	29,1	...	...
Saldo corriente	**–1,6**	**–3,2**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**...**	**–2,6**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–5,5	–4,9	–6,4	–5,3	–4,9	...	–4,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	...	1,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**2,1**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,9**	**–1,1**	**...**	**–0,1**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	...	5,1	2,9	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	...	5,3	1,9	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	...	4,7	4,3	...
Depósitos de AA. PP.	–4,1	12,4	8,5	–0,1	12,4	...	22,3	2,8	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**...**	**5,5**	**2,9**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	2,9	1,3	2,5	1,9	1,3	...	0,9	0,6	...
Empresas no financieras	2,2	–1,0	0,7	–0,5	–1,0	...	–1,5	–1,7	...
Hogares - viviendas	3,3	2,7	3,8	3,3	2,7	...	2,6	2,1	...
Hogares - otras finalidades	3,1	2,9	3,3	3,2	2,9	...	1,4	1,3	...
Administraciones públicas	3,8	–2,7	–1,3	–1,5	–2,7	...	–2,9	–4,3	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**...**	**0,8**	**0,4**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**...**	**–**	**–**	**–**

Notas: *1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulizaciones. 2. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.*

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Te recomendamos:

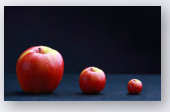
Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

Dossier Especial inflación: ¿ha llegado para quedarse?



Perspectivas de la inflación global, europea y española para 2023 y más allá.

Informe Inmobiliario 1S 2023

El sector inmobiliario deja atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda batió todas las expectativas, pero en el que también empezaron a percibirse las primeras señales de enfriamiento.

Informe de Turismo 2S 2022

Pese a que el escenario macroeconómico se presenta como un reto, el análisis de situación de la industria turística nos lleva a tener unas perspectivas relativamente positivas para 2023.

Informe Agroalimentario 2S 2022

La guerra en Ucrania y su impacto en los precios de la energía y de las materias primas agrícolas seguirán condicionando las perspectivas del sector agroalimentario español.

Síguenos en: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2023
© Banco BPI, 2023

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXTO Papel procedente de fuentes responsables FSC® C015618