IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 478 | MAYO 2023

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Los emergentes ante las subidas de tipos de EE. UU. y las últimas turbulencias financieras

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Notable reducción del ahorro de los hogares españoles en 2022: todas las claves

El aumento del precio de los alimentos en España: ¿qué esperar?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Mayo 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:
5 de mayo de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario*
Antonio Montilla y David del Val

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Los emergentes ante las subidas de tipos de EE. UU. y las últimas turbulencias financieras*
Beatriz Villafranca y Rita Sánchez Soliva

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

20 *Notable reducción del ahorro de los hogares españoles en 2022: todas las claves*
Sergio Díaz y Javier Garcia-Arenas

23 *El aumento del precio de los alimentos en España: ¿qué esperar?*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

26 ECONOMÍA PORTUGUESA

La economía española empieza el año con buen pie

Este mes, el tono del editorial del *Informe Mensual* será distinto al de las últimas ediciones. El entorno es muy incierto y así solemos reflejarlo, analizando con detenimiento los factores que potencialmente pueden afectar al curso de la economía. Además, acostumbramos a poner el foco en los que más preocupan, por lo que el tono general muchas veces acaba siendo más sombrío de lo deseado. Es un sesgo del que pecamos los economistas. Sin embargo, este mes el comportamiento de los principales indicadores de la economía española ha sorprendido en positivo. El crecimiento del PIB y del empleo ha sido superior a lo que se esperaba, mientras que la inflación, con un notable descenso del componente subyacente, ha empezado a dar señales de moderación. Merece la pena destacarlo.

Tal y como ya apuntaban algunos indicadores adelantados, en el 1T 2023 el crecimiento del PIB se aceleró y se situó en el 0,5% intertrimestral. Eso significa que prácticamente ya ha alcanzado el nivel previo a la pandemia (solo se encuentra un 0,2% por debajo). Además, el INE revisó al alza el crecimiento del segundo semestre del pasado año, lo que acarrea un notable efecto arrastre para este año. A modo ilustrativo, incluso en un caso hipotético en el que los crecimientos intertrimestrales fueran del 0% en lo que queda de año, el dato para el conjunto de 2023 alcanzaría el 1,6%. Dado que todo apunta a que el crecimiento seguirá siendo positivo, próximamente tendremos que revisar nuestra previsión al alza, y probablemente la situaremos alrededor del 2%.

La reactivación de la economía española no se sustenta en el consumo de los hogares que, lastrado por la elevada inflación, todavía se sitúa un 5% por debajo de los niveles previos a la pandemia. De hecho, el consumo que las familias españolas realizan dentro del país ha retrocedido un 1,5% en términos reales en los últimos dos trimestres (en términos nominales sí que registra una tasa de crecimiento positiva). Sin embargo, lo está compensando con creces el buen comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios. Sobresale el avance de las exportaciones de servicios, que avanzaron un destacable 21% en el 1T del año.

Además, la recuperación de la economía española viene acompañada de una mejora de la productividad y del empleo. En crisis anteriores, la destrucción de empleo solía ser superior a la caída de la actividad, de manera que la productividad aumentaba. En cambio, durante los periodos de recuperación, el empleo crecía con fuerza y el avance de la productividad era modesto. Esta vez ha sido distinto.

Durante la pandemia, los mecanismos que se pusieron en marcha para proteger el empleo, como los ERTE, evitaron un mayor aumento del paro, pero también conllevaron un importante retroceso de la productividad (porque la caída de la actividad fue superior a la de las horas trabajadas). Así se protegieron las relaciones laborales y también los ingresos de muchas familias, pero quedaba por descubrir hasta qué punto quedarían afectadas la recuperación de la economía y, en particular, la productividad. Por un lado, la protección de las relaciones laborales podía favorecer la reactivación económica y, por lo tanto, una rápida recuperación de la productividad. Pero, por otro lado, podía frenarlas si los mecanismos de protección dificultaban la capacidad de ajuste de las empresas.

Pues bien, una vez superada definitivamente la pandemia, se puede constatar que el ritmo de crecimiento de la productividad ha sido destacable. Y también el del empleo. En el 1T 2023, el comportamiento de la ocupación fue el mejor de los últimos 15 años. Por lo que respecta a la productividad (medida en términos de horas efectivamente trabajadas), mientras que en el último ciclo expansivo, comprendido entre los años 2014 y 2019, creció a un ritmo del 0,5% anual, en 2022 el ritmo de avance se situó en el 1,4%. El arranque de 2023 ha sido aún mejor, y en el 1T el crecimiento se ha acelerado hasta el 2,3% y ya se sitúa por encima de los niveles previos a la pandemia. Además, la recuperación de la productividad está siendo bastante generalizada entre sectores, entre los que sobresale el aumento que han experimentado el comercio, el transporte y la hostelería, así como las actividades profesionales, científicas y técnicas.

Durante los próximos meses, la economía española deberá seguir sorteando un entorno internacional adverso y complejo. Todo apunta a que el ritmo de crecimiento de sus principales socios comerciales seguirá siendo modesto, y no se puede descartar que alguno de ellos llegue a entrar en recesión. Además, el aumento de los tipos de interés que está llevando a cabo el BCE seguirá presionando la capacidad de gasto e inversión de las familias y de las empresas. Será difícil que la economía española mantenga el ritmo de crecimiento del 1T. Pero, de momento, ha empezado el año con buen pie.

Oriol Aspachs
Mayo 2023

Cronología

ABRIL 2023

2 La OPEP+ anuncia un recorte adicional de la producción en 1,15 millones de barriles diarios (mbd), hasta una reducción total de 3,66 mbd.
9 Kazuo Ueda se convierte en el nuevo gobernador del Banco de Japón.
19 Las Naciones Unidas estiman que en 2023 la India superará a China y se convertirá en el país con mayor población del mundo.

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.

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.

Agenda

MAYO 2023

2-3 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
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).
17 Japón: PIB (1T).
18 España: comercio exterior (marzo).
19 Portugal: *rating* Moody's.
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).

JUNIO 2023

2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
9 España: *rating* DBRS.
Portugal: comercio internacional (abril).
12 Portugal: cifra de negocios sector servicios (abril).
13-14 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
15 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
16 España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
23 España: contabilidad nacional trimestral (1T).
España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
España: balanza de pagos y PIIN (1T).
Portugal: desglose del PIB (1T).
29 España: avance del IPC (junio).
Portugal: ratio NPL (1T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
29-30 Consejo Europeo.
30 España: tasa de ahorro de los hogares (1T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (mayo).
Portugal: avance del IPC (junio).

Flexibilidad en tiempos de incertidumbre

La publicación de los datos de actividad del 1T ha confirmado que la economía superó el invierno sin que se produjese el temido enfriamiento de la actividad. El crecimiento mundial anualizado (próximo al 3,5%) se situó por encima del potencial y de las expectativas más optimistas, fruto del mantenimiento de un buen comportamiento del mercado de trabajo, de la solidez que siguen mostrando los balances de familias y empresas, de la recuperación de las expectativas de los agentes, de la reactivación de la economía china tras la reapertura y, por último, de los efectos positivos de las bajadas de los precios del petróleo y del gas de los últimos meses. Las dinámicas económicas se han visto favorecidas por la reducción de los desajustes entre oferta y demanda y ese retorno a cierta normalidad tras las continuas disrupciones de los últimos 36 meses (pandemia, problemas en las cadenas de valor, riesgo geopolítico, etc.) ha permitido al ciclo de negocios franquear los obstáculos de los últimos meses mejor de lo esperado.

Pero no es tiempo para la complacencia, pues nuevos retos aparecen en el horizonte. Entramos en una etapa diferente, en la que se seguirán arrastrando algunos de los problemas de la anterior, pues la otra cara de la moneda del buen desempeño de la actividad continúa siendo la incertidumbre sobre la evolución de la inflación, cuyos síntomas de mejora son incompletos. La visibilidad sobre el comportamiento de los precios a medio plazo es limitada, ya que, más allá de las mejoras en las lecturas generales por los efectos base, el núcleo tendencial sigue mostrando resistencia a la baja. La clave a corto plazo será la trasmisión del endurecimiento monetario a la inflación, pero también a la estabilidad financiera, que pondrá a prueba el objetivo dual de los bancos centrales. De momento, los resultados de las encuestas crediticias muestran que las subidas de tipos de interés ya se están reflejando tanto en la oferta como, especialmente, en la demanda de financiación de empresas y consumidores. Ello anticiparía un enfriamiento del consumo e inversión en la segunda parte del año. La intensidad de ese ajuste de la demanda y su capacidad para hacer retornar la inflación al objetivo del 2% a medio plazo determinará si va a ser definitiva la pausa que realizarán los bancos centrales antes del verano. Tras las reuniones de la primera semana de mayo, ese momento parece haber llegado para la Reserva Federal, mientras que en la eurozona quedarían una o dos subidas de 25 p. b. antes de que el BCE se tome un merecido descanso.

Todo ello enmarcado en una implementación de la política monetaria más flexible y sujeta a la evolución de los datos, para poder responder a sorpresas inesperadas en el lado económico o financiero. En esta última vertiente, seguimos viendo los rescoldos de las turbulencias de marzo, cuando se pusieron de manifiesto tanto las debilidades en los modelos de negocio de algunas entidades financieras regionales americanas como los fallos de diseño en su regulación y supervisión. Subidas tan marcadas e intensas de los tipos de interés constituyen un exigente *stress-test* para entidades que presentan debilidades en solvencia y/o liquidez. La compra del First Republic por JP Morgan, que en teoría debería haber sido el principio del fin del primer episodio de inestabilidad financiera de este ciclo de endurecimiento monetario, no ha terminado de despejar las dudas sobre la situación de algunas entidades de pequeño y medio tamaño en EE. UU., reforzando la opinión de los mercados de que la Fed se verá obligada a bajar los tipos de interés a partir del verano; aunque parece demasiado pronto para dar por descontado, a juzgar por los mensajes de los consejeros del banco central, que los tipos vayan a bajar tan a corto plazo. En lo que sí existe total coincidencia entre inversores y la Fed es en la elevada probabilidad de un ajuste a la baja de la actividad a finales de año en EE. UU., a juzgar por la intensa inversión de la pendiente de la curva de rentabilidades entre el 3 meses y el 10 años y las conservadoras previsiones de crecimiento del *staff* de la autoridad monetaria americana.

En definitiva, después de un inicio de año mucho mejor de lo esperado, la solidez de la economía mundial se va a volver a poner a prueba en los próximos meses. La flexibilidad y coordinación de la política económica ante los nuevos desafíos determinará la capacidad del ciclo de actividad de superar nuevos retos. A la vuelta de la esquina se presenta, por ejemplo, la gestión del techo de la deuda en EE. UU.

José Ramón Díez

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	0,6	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	–0,8	–1,4	–0,6	–0,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	1,0	–0,4	1,3	1,3
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–0,4	–0,9	–0,8

Previsiones

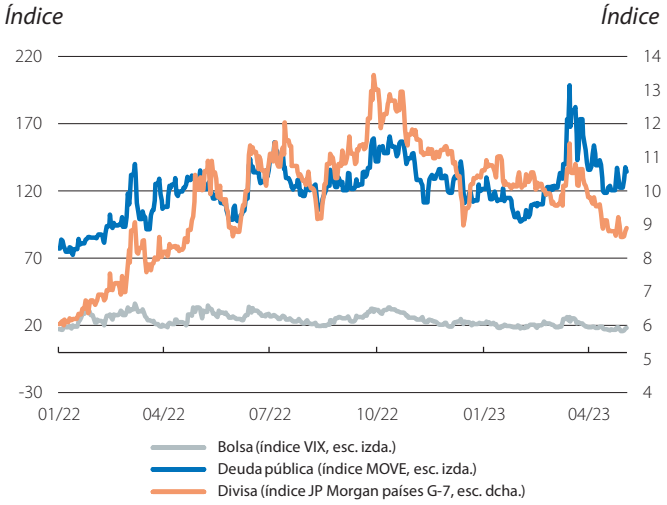
Calma tensa y recuperación primaveral en los mercados financieros

El foco inversor retorna a la inflación, el riesgo de recesión y la política monetaria. Los mercados financieros registraron una estabilización generalizada a lo largo de abril, a medida que el radar de los inversores dejaba atrás el episodio de turbulencia financiera de marzo y se redirigía hacia las perspectivas de crecimiento e inflación, con la publicación de los datos del PIB del 1T 2023 y de la temporada de resultados empresariales. Así, los principales activos vivieron una primera quincena de tensa calma y modesta recuperación para luego zigzaguear en las últimas semanas ante las señales de persistencia en las presiones inflacionistas, los temores sobre un enfriamiento económico mundial y las dudas sobre la posición financiera de algunos bancos regionales estadounidenses, con la caída del First Republic Bank durante el primer puente de mayo. Por su parte, los principales bancos centrales reincidieron en la necesidad de mantener una política monetaria de tipos más altos y por más tiempo, si bien reiterando el mantra de dependencia en la evolución de los datos. En este entorno, las bolsas internacionales cerraron el mes con resultados mixtos y la rentabilidad de la renta soberana ascendió levemente mientras el tipo de cambio del dólar estadounidense se depreció frente a las principales divisas. Las métricas de volatilidad recogen esta estabilización a lo largo de abril, si bien con altibajos y aún fluctuando en cotas históricamente elevadas.

Los bancos centrales presionan los frenos, aunque con matices. Esta tensa calma pavimentó el camino de los bancos centrales para avanzar en su proceso de endurecimiento monetario, si bien a diferentes ritmos y con crecientes divergencias sobre los posibles próximos pasos. Así, en el lado *hawkish* destacaron una vez más el BCE y el sueco Riksbank, con subidas en los tipos oficiales de 25 p. b. y de 50 p. b., respectivamente, y la clara intención de seguir ajustándolos al alza en los próximos meses. Entre tanto, la Reserva Federal de EE. UU. incrementó los tipos en 25 p. b. hasta el rango del 5,00%-5,25%, aunque dio señales de que podría pausar en los próximos meses si la inflación continúa descendiendo y el mercado laboral normalizándose. Una estrategia similar podría adoptar el Banco de Inglaterra que, ante la sorpresa al alza en los datos de inflación y de salarios, probablemente anunciará una última subida de tipos en la reunión de mayo. En contraste, los bancos centrales en algunos mercados emergentes (como Corea del Sur) han optado por pausar las subidas de tipos e, incluso, han sentado las bases para el inicio de bajadas (en Hungría, por ejemplo). Por último, en la primera reunión con Kazuo Ueda como gobernador, el Banco de Japón mantuvo intacto el sesgo acomodaticio en la política monetaria y anunció una revisión de 18 meses para recalibrar el marco aplicado.

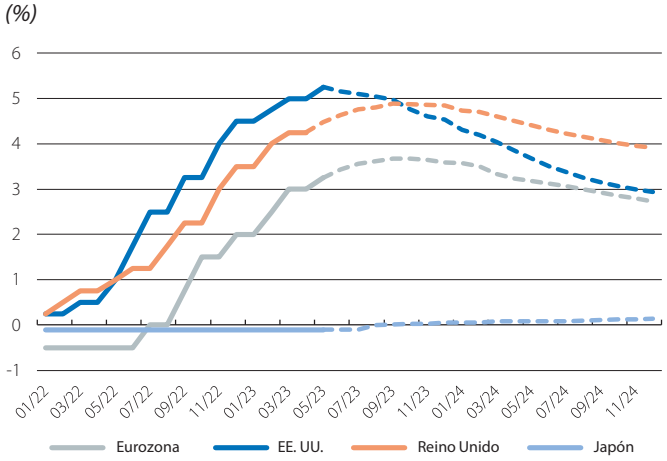
Repunte de tipos, tanto desde el retrovisor como hacia adelante. En este entorno, los implícitos en los mercados monetarios se reajustaron al alza frente a lo cotizado en marzo y retornaron a los niveles que se esperaban a inicio de año. De este modo, al cierre de abril los inversores cotizan que el BCE llevará el tipo *depo* al 3,75% en septiembre e iniciará un gradual proceso de bajadas en 2024. Para la Reserva Federal, en contraste, se cotiza que el pico ya se ha alcanzado y que se aprobarán un total de 75 p. b. de bajadas en lo que resta de año, un ajuste

Volatilidad implícita en los mercados financieros



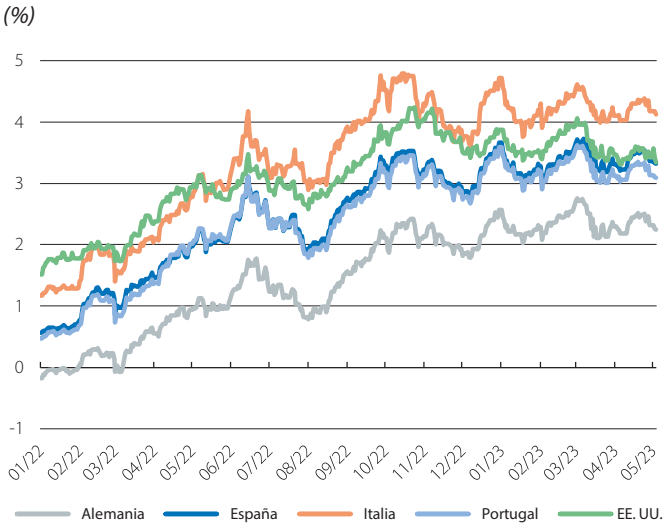
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos oficiales y expectativas según mercados monetarios



Nota: *Las líneas punteadas corresponden a las expectativas de mercados según los implícitos de la curva de OIS swaps a finales de abril.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



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

que, sin embargo, sería inferior a lo que se esperaba a mediados de marzo. Estas revisiones se han reflejado en un incremento generalizado en los tipos soberanos, si bien los principales referentes aún cotizan por debajo de los niveles previos a la caída del Silicon Valley Bank. Las principales curvas soberanas también mantienen una pendiente negativa entre los tramos cortos (2 años) y los más largos (10 años). En EE. UU., las letras del Tesoro a corto plazo han repuntado de forma notable ante los temores de un posible impago si no se alcanza un acuerdo en el Congreso para aumentar el techo de deuda.

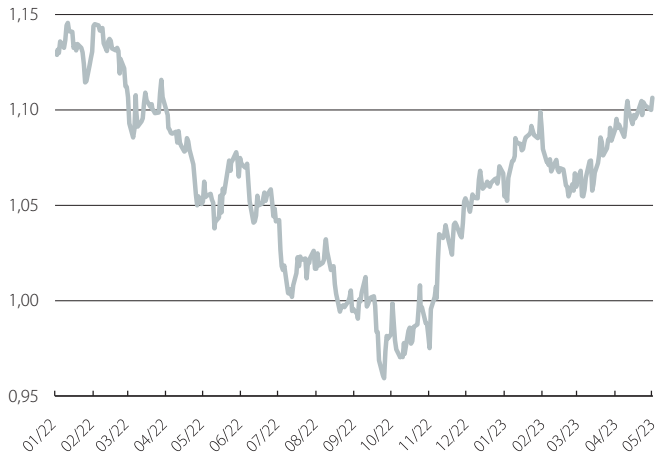
Sólida recuperación del euro. El nerviosismo en torno al límite de la deuda estadounidense, junto a la visión de que el ciclo de subidas en los tipos oficiales ya ha culminado en ese país y que, en contraste, aún le queda recorrido en la eurozona, han dado apoyo al tipo de cambio del euro. En su cruce con el dólar, la moneda común cerró abril cotizando en los niveles máximos desde hace un año, por encima del umbral del 1,10. El euro también ha encontrado refugio en la mejora de las perspectivas de la economía europea para este año, así como en la percepción de relativa robustez del sector bancario en la eurozona, que ha podido maniobrar sin mucho sobresalto los recientes periodos de turbulencia financiera.

La renta variable en altibajos, aunque con saldos verdes. Entre tanto, las bolsas internacionales registraron unas primeras semanas de notable recuperación (1,8% en el Euro Stoxx 50 y 0,7% en el S&P 500 entre finales de marzo y mediados de abril), para luego retomar una tendencia negativa en las últimas sesiones del mes. Por sectores, destaca en negativo el sector bancario, en especial en EE. UU., que cierra abril cerca de los mínimos desde el inicio de año. En Europa, por su parte, la cotización de la banca registra un saldo positivo en abril, si bien se mantiene aún cerca del 10% por debajo del nivel que cotizaba a inicio de marzo. En positivo, destacó el sector tecnológico, que ha visto una buena temporada de resultados en el 1T en las grandes compañías estadounidenses, aupado por el furor sobre las tecnologías asociadas a la inteligencia artificial. En los mercados emergentes, las bolsas cerraron abril en rojo, principalmente en los índices asiáticos. Ya en marzo, los flujos netos de capital extranjero hacia el conjunto de países emergentes descendieron un 52% respecto al mes anterior (hasta los 9.400 millones de dólares), según el Instituto Internacional de Finanzas.

Materias primas: (des)tensionamiento ante un posible enfriamiento de la demanda. Al igual que otros activos, los temores a una recesión económica fueron conteniendo el avance de los precios energéticos a lo largo de abril. Este fue el caso del precio del barril de Brent, que comenzó el mes con fuertes repuntes tras la decisión de la OPEP y sus aliados de recortar la oferta, en algo más de un millón de barriles al día, para posteriormente ir cediendo terreno ante un potencial debilitamiento de la demanda mundial. El gas natural europeo (TTF holandés) siguió abaratándose hasta cotizar por debajo de los 40 €/MWh (mínimos en 21 meses) gracias al elevado nivel de reservas, al creciente flujo de importaciones de gas natural licuado y a la moderación de la demanda. En este sentido, en su esfuerzo por reducir los costes en el suministro, la UE lanzó la primera ronda de compras conjuntas de gas por parte de los Estados miembros. Adicionalmente, los precios agrícolas también experimentaron una notable volatilidad debido al agravamiento de la sequía en varias regiones productoras, y destacó el encarecimiento del azúcar, por encima del 50% interanual, a consecuencia de retrasos en la producción.

Tipo de cambio del euro frente al dólar

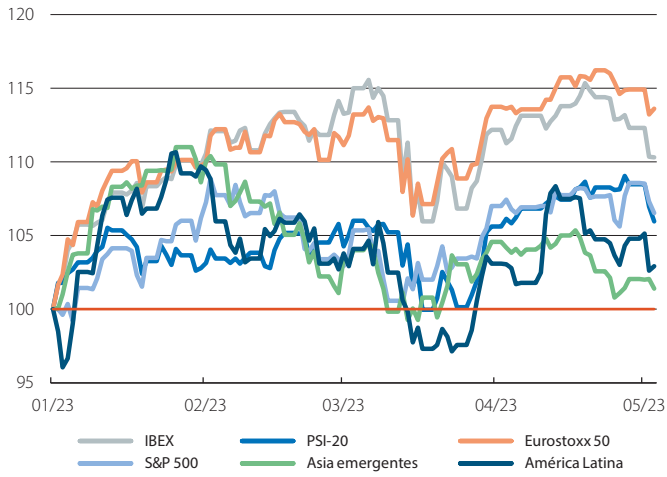
(Dólares por euro)



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

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2023)



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

Materias primas

	Medida	Precio	Variación (%)	
			Último mes	En el año
Commodities	Índice	104,3	-1,1	-7,5
Energía	Índice	32,8	-0,9	-20,3
Brent	$/barril	79,5	-0,3	-7,4
Gas natural (Europa)	€/MWh	38,5	-19,4	-49,5
Metales preciosos	Índice	228,7	1,3	6,4
Oro	$/onza	1.990,0	1,1	9,1
Paladio	$/onza	1.506,9	2,9	-15,9
Metales industriales	Índice	153,9	-3,8	-6,9
Aluminio	$/Tm	2.356,0	-2,4	-0,9
Níquel	$/Tm	24.219,0	1,6	-19,4
Agrícola	Índice	66,7	-2,0	-3,2
Azúcar	$/libra	27,0	21,3	34,7
Trigo	$/bushel	619,8	-10,5	-21,7

Nota: *Datos a fin de periodo (28 de abril de 2023).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario

Hasta no hace mucho, los mercados financieros parecían digerir sin mucha pesadez la contundente dosis de endurecimiento monetario que han puesto en marcha los bancos centrales para controlar la inflación. Sin embargo, con los tipos de interés adentrándose cada vez más en terreno restrictivo, es decir, en niveles que deberían enfriar la economía, aumenta el riesgo de eventos de estrés y turbulencias financieras.

En ese sentido, el abrupto deterioro de la situación financiera de algunos bancos regionales en EE. UU., con la caída del Silicon Valley Bank (SVB) el 10 de marzo, y las dificultades del suizo Credit Suisse, adquirido por UBS el 18-20 de marzo, han puesto sobre la mesa los potenciales efectos colaterales del endurecimiento monetario, que busca la estabilidad de precios, en la estabilidad financiera. En teoría, las autoridades monetarias instrumentan el primer objetivo con medidas convencionales, mientras que el segundo se aborda con regulación, supervisión y provisión de liquidez. Sin embargo, en momentos de pérdida de confianza, las herramientas y los objetivos pueden entrar en conflicto. La experiencia histórica también sugiere que los endurecimientos monetarios rápidos, intensos e inesperados pueden destapar bolsas financieras de fragilidad, como ya sucedió con el SVB.

Un episodio de estrés concentrado y limitado, aunque revelador

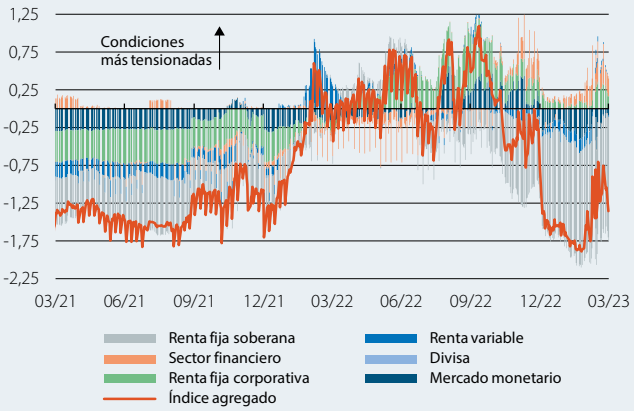
El reciente episodio de turbulencias ha supuesto un tensionamiento de las condiciones financieras que queda bien reflejado en nuestros índices (ICF), tanto en la eurozona como en EE. UU.[1] Las métricas sugieren, sin embargo, que el deterioro fue de corta duración y de mucha menor intensidad que en episodios anteriores.

Según el desglose por componentes, el fuerte *repricing* de las expectativas de tipos de interés y la consecuente caída en la rentabilidad de los bonos soberanos a corto plazo supusieron un fuerte colchón para unas condiciones financieras que, simultáneamente, se estaban viendo presionadas por una ampliación de diferenciales tanto en los bonos corporativos (especialmente en los activos de peor calidad) como en los diferenciales de los tipos interbancarios (en nuestro ICF se mide a través del diferencial entre el euríbor a 3 meses y la letra alemana a 3 meses) y la cotización de los bancos en la bolsa. Así, este diferencial en los tipos monetarios, la renta fija corporativa y la penalización bursátil del sector bancario fueron los principales impulsores del deterioro de los ICF en marzo.

Hay que tener en cuenta que nuestros ICF no incluyen métricas de liquidez en el sistema y, por lo tanto, pueden

Condiciones financieras de la eurozona: el índice de CaixaBank Research y sus componentes

Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: *CaixaBank Research.*

infraestimar el tensionamiento en el contexto macrofinanciero actual. Dicho esto, lo cierto es que los índices revelan que el impacto del episodio en los mercados de capitales ha sido contenido y en gran parte ya revertido, especialmente en Europa. De hecho, las últimas semanas han visto una moderación del estrés: en EE. UU., la salida de depósitos en los bancos se ha detenido y, con ello, ha caído el uso de las ventanillas de liquidez de la Fed. También la cotización bursátil del sector bancario en la eurozona se ha recuperado, e incluso el mercado de bonos AT1 se ha estabilizado.

¿Dónde pueden estar los talones de Aquiles?

La lectura del mercado parece apuntar a un episodio con causas concretas e idiosincráticas. Sin embargo, el hecho de que las turbulencias tuvieran su epicentro en el sector bancario ha deteriorado la confianza de los inversores, con secuelas aún evidentes en algunas instituciones y mercados. En este contexto, ¿qué nos dice este episodio de posibles fragilidades en el sistema financiero?

En primer lugar, ilustra algunas vulnerabilidades que el endurecimiento monetario puede destapar en el sector financiero y, en especial, en aquellos bancos con numerosos depositantes no asegurados y sujetos a un elevado riesgo de tipos de interés (o sea, entidades que ven deteriorar su rentabilidad ante la subida de tipos de interés que se ha producido), como parece estar ocurriendo en algunos bancos regionales estadounidenses, tal y como ha señalado el FMI.[2]

1. Para más información sobre el ICF véase «El enfoque holístico del BCE» en el IM06/2021.

2. Véase Global Financial Stability Report (2023). «Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks».

Por otro lado, en el sector financiero no bancario existe cierta preocupación sobre determinados fondos de inversión que han acumulado exposiciones al riesgo en los últimos años y que cuentan con posiciones de liquidez muy ajustadas. Además, a diferencia del sector bancario, la mayoría de estos fondos no gozan del acceso a la totalidad de las ventanas de liquidez provistas por los bancos centrales.

Con respecto al sector no financiero, se ha puesto mucho foco en el sector inmobiliario, tanto el residencial como el comercial, ya que el enfriamiento en la demanda y los posibles cambios estructurales tras la pandemia amenazan con importantes correcciones en precios en un sector que el FMI considera «significativamente sobrevalorado».[3]

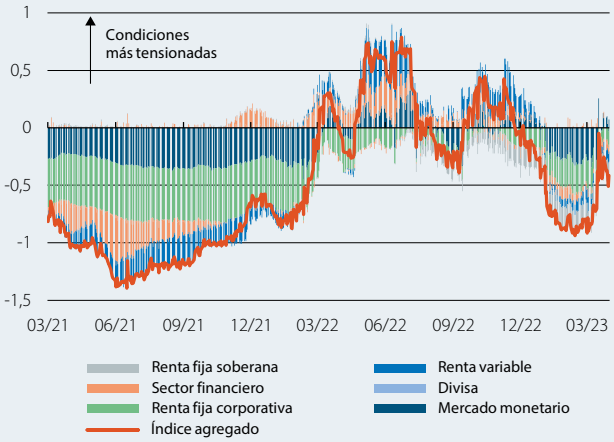
Así, según afirma el FMI, como el sector inmobiliario comercial está muy conectado con el sector financiero, el endurecimiento de la financiación y las caídas en precio pueden provocar espirales de deterioro en las valoraciones y mayores endurecimientos que reverberen por toda la economía real. En EE. UU. esta conexión es mayor por la vía bancaria, ya que el sector inmobiliario comercial depende en gran medida de la banca regional. En la eurozona, la exposición media de los bancos al sector inmobiliario comercial es inferior, pero aun así la Junta Europea de Riesgo Sistémico alertó recientemente de los peligros sistémicos de una evolución adversa del sector inmobiliario comercial.[4] Por otro lado, el canal de financiación no bancaria del sector inmobiliario comercial es una potencial fuente de inestabilidad a nivel mundial. Tanto el FMI como el BCE han alertado de la relevancia adquirida por los fondos de inversión inmobiliaria, donde destacan los mercados de fideicomisos de inversión inmobiliaria y de títulos respaldados por hipotecas comerciales, que acumulan pérdidas importantes en los últimos meses.[5]

Por otra parte, el sector corporativo no financiero ha mostrado una buena salud en los últimos trimestres gracias al aumento de los márgenes, pero aún tendrá que probar durante unos trimestres más su resistencia a un entorno de moderación del consumo y mayores costes de financiación. Las turbulencias financieras de marzo ilustran que, en escenarios macro adversos, el tensionamiento de las primas de riesgo corporativas (especialmente para los activos de mayor riesgo) puede presionar aún más los costes de financiación. Así parece corroborarlo el FMI, que estima que el porcentaje de deuda de grandes empresas en economías avanzadas que pasaría de tener grado de inversión a grado especulativo aumentaría en 30 p. p. en un escenario recesivo severo.

3. Según el FMI, el mercado inmobiliario comercial parece significativamente sobrevalorado en todos los países, atendiendo a la desviación que la ratio entre ingresos netos y precio de la propiedad tiene frente a su tendencia histórica.
4. Véase https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023_01.pdf
5. Véase BCE. «The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations».

Condiciones financieras de EE. UU.: el índice de CaixaBank Research y sus componentes

Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Entre tanto, el proceso de reducción del balance de los bancos centrales también podría presentar desafíos para los mercados de deuda soberana en un momento en el que el exceso de liquidez se va reduciendo, los niveles de deuda son elevados y la oferta adicional de bonos tendrá que ser absorbida por inversores privados. Dicho esto, los bancos centrales han mostrado voluntad de apoyar a estos mercados en momentos de estrés financiero, como en el Reino Unido en octubre.

Por último, hasta el momento, los mercados emergentes han podido gestionar el proceso de normalización monetaria en los países avanzados y el reciente periodo de turbulencia financiera, aunque aún siguen presionados y tendrán que demostrar su resiliencia en escenarios adversos. Y es que el entorno económico sigue siendo exigente, con riesgos que van desde la geopolítica a la persistencia de la inflación (con el consiguiente mayor endurecimiento monetario), pasando por los riesgos de corrección en algunos mercados inmobiliarios tensionados u otros eventos inesperados.

Antonio Montilla y David del Val

Tipos de interés (%)

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	3,50	3,50	0	100,0	350,0
Euríbor 3 meses	3,27	3,04	23	113,3	369,0
Euríbor 12 meses	3,88	3,62	26	58,9	365,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,09	3,01	8	49,1	330,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,69	2,68	1	–7,3	241,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,31	2,29	2	–25,8	134,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,36	3,30	6	–30,4	133,5
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,13	3,12	1	–45,3	106,6
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,00	5,00	0	50,0	450,0
Líbor 3 meses	5,30	5,19	11	53,5	393,9
Líbor 12 meses	5,37	5,31	6	–11,6	267,1
Deuda pública a 1 año	4,74	4,59	15	5,4	264,3
Deuda pública a 2 años	4,01	4,03	–2	–41,9	122,4
Deuda pública a 10 años	3,42	3,47	–5	–45,3	45,1

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	83	85	–2	–7,3	–5,6
Itraxx Financiero Sénior	98	99	–1	–1,3	–1,0
Itraxx Financiero Subordinado	187	184	3	15,3	–2,0

Tipos de cambio

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,102	1,084	1,7	2,9	4,7
EUR/JPY (yenes por euro)	150,070	144,090	4,2	6,9	9,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,877	0,879	–0,3	–1,0	4,2
USD/JPY (yenes por dólar)	136,300	132,860	2,6	4,0	4,7

Materias primas

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	547,5	550,6	–0,6	–1,3	–14,6
Brent ($/barril)	79,5	79,8	–0,3	–7,4	–24,2
Oro ($/onza)	1.990,0	1.969,3	1,1	9,1	6,5

Renta variable

	30-abril	31-marzo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.169,5	4.109,3	1,5	8,6	–0,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.359,3	4.315,1	1,0	14,9	15,9
Ibex 35 (España)	9.241,0	9.232,5	0,1	12,3	7,6
PSI 20 (Portugal)	6.212,3	6.046,6	2,7	8,5	5,6
Nikkei 225 (Japón)	28.856,4	28.041,5	2,9	10,6	7,6
MSCI emergentes	977,1	990,3	–1,3	2,2	–8,6

Un mejor inicio de año de la economía internacional que, sin embargo, no despeja las dudas

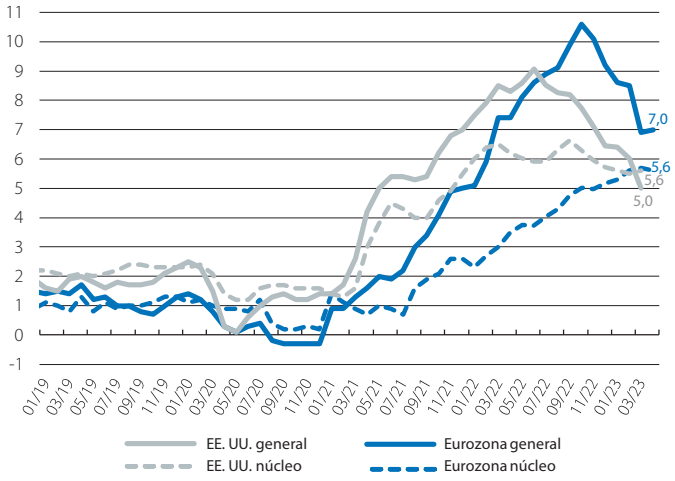
El crecimiento en el 1T 2023 ha sido positivo. De hecho, EE. UU. creció un 0,3% intertrimestral; la eurozona, un 0,1%, y China sorprendió con un 2,2%. Este arranque introduce cierto sesgo al alza para las previsiones de crecimiento en 2023. Sin embargo, el riesgo de que la segunda mitad del año sea más débil, a medida que las agresivas subidas de tipos terminen de transmitirse a la actividad, puede sesgar a la baja el crecimiento esperado para 2024. Este menor dinamismo económico, en un contexto en el que, *a priori*, no se anticipan tensiones preocupantes en los mercados de energía, permitirá que la inflación se vaya reduciendo, sobre todo, en lo referente a los componentes subyacentes, que por el momento están mostrando resistencia a bajar.

Una valoración positiva del dato de PIB del 1T 2023 en EE. UU. Los datos preliminares arrojan un crecimiento de un 1,1% anualizado (0,3% intertrimestral) en el inicio del año, tras el 2,6% del 4T 2022. Aunque se ha perdido impulso, el análisis por componentes revela una composición bastante robusta. De hecho, buena parte de la ralentización se debe a una desacumulación de inventarios: restan 1,3 p. p. al crecimiento, tras aportar casi 1,5 p. p. en el trimestre previo. Además, el consumo privado aceleró su ritmo de crecimiento hasta un 3,7% anualizado (1,0% anterior), al tiempo que la construcción cayó un 4,2%, tras retroceder a tasas de dos dígitos en los tres trimestres previos. Con todo, hay que tener en cuenta que los datos mensuales dibujaron una senda de «más a menos» a lo largo del periodo y, además, los datos disponibles de abril muestran una continuidad de esta tendencia. Los indicadores más adelantados apuntan a que la ralentización de la economía se acentuará en lo que resta de año y acusará los efectos del endurecimiento de las condiciones monetarias y de las últimas turbulencias financieras.

Negociaciones entre republicanos y demócratas para lograr elevar el techo de deuda. El techo actual de 31,4 billones de dólares ya se alcanzó en enero, pero el Tesoro aprobó una serie de medidas excepcionales que expiran el 5 de junio para permitir que el Gobierno pueda cumplir con las obligaciones de pago ya comprometidas. Para anticiparse a esta fecha límite, la Cámara Baja, con mayoría republicana, aprobó el 26 de abril un proyecto de ley para elevar el techo de deuda en 1,5 billones de dólares, pero a cambio de recortes de gasto por 4,5 billones y de limitar al 1,0% el aumento del gasto durante los próximos 10 años. El proyecto debe aprobarse ahora por el Senado, donde, a cierre de este informe, la mayoría demócrata ya había advertido que lo vetará. Esta situación no es nueva y, desde los años noventa, la falta de un acuerdo a tiempo para elevar el techo de deuda ya provocó, en cuatro ocasiones, cierres de más de una jornada de la Administración pública (en inglés, *shutdown*) que implican suspender la prestación de todos los servicios públicos, excepto los considerados esenciales, como solución temporal para asegurar el pago de los compromisos de deuda. De no alcanzarse un acuerdo para elevar el techo de deuda, el cierre puede tener un impacto macroeconómico sustancial: además de ser una fuente de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros, la Congressional

EE. UU. y eurozona: IPC

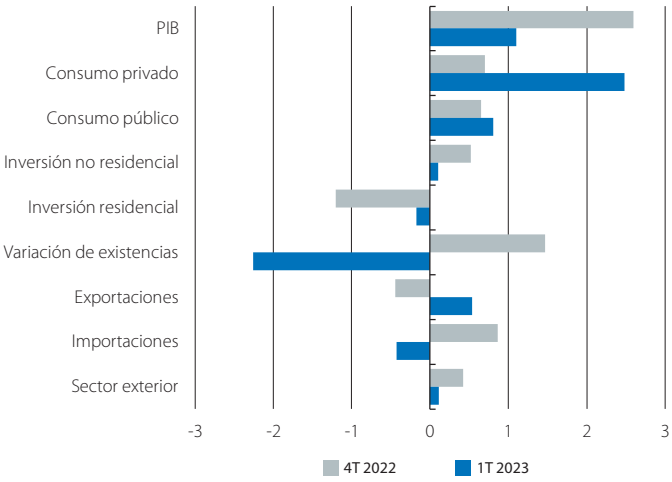
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: PIB y componentes

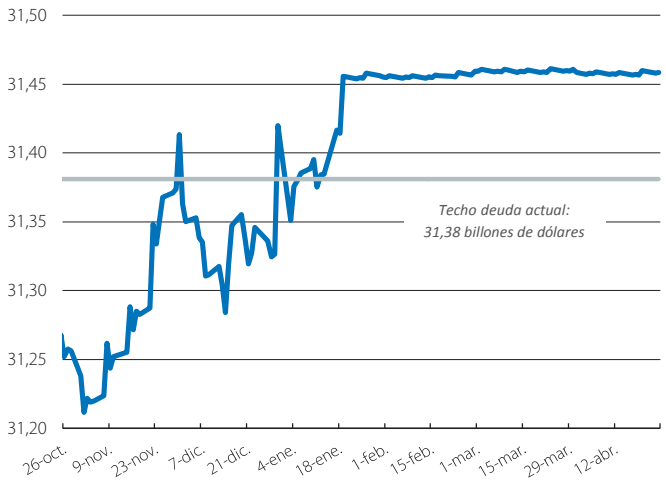
Contribución al crecimiento intertrimestral anualizado (p. p.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

EE. UU.: deuda pública total

(Billones de dólares)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Fiscal Data.*

Budget Office estima que el último cierre, que duró cinco semanas entre diciembre de 2018 y enero de 2019, restó 0,1 p. p. y 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestal del 4T 2018 y el 1T 2019, respectivamente. Debido a estos importantes efectos, confiamos que, al igual que en el pasado, finalmente se logrará un acuerdo.

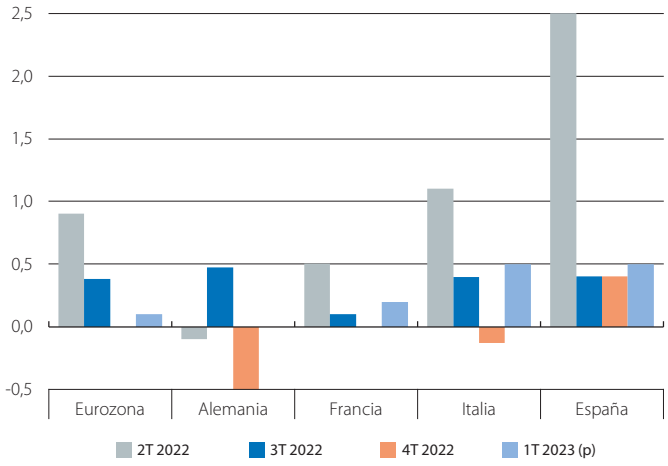
La eurozona logra esquivar la recesión en el inicio del año. La eurozona creció un 0,1% intertrimestral en el 1T 2023, resultado que, no obstante, se ha vuelto a ver afectado por la tremenda volatilidad de los datos de Irlanda (con una caída del 2,7%, restan más de 0,1 p. p. al crecimiento del conjunto de la eurozona). Respecto a las principales economías, destaca el dinamismo de Italia y España (+0,5% intertrimestral). Por su parte, Francia creció un modesto 0,2%; debido, en parte, a una aportación negativa de los inventarios bastante significativa (–0,3 p. p.). Alemania se estanca al inicio de año (0,0%), pese a que las últimas declaraciones del Gobierno apuntaban a que la economía podría registrar un crecimiento positivo en el 1T 2023. En cuanto al desglose por componentes, el sector exterior tuvo una significativa aportación positiva en el 1T, beneficiado por un buen arranque de la economía global en 2023 gracias, en parte, a la reapertura total de la economía china. En cuanto a la evolución de la demanda interna, las señales son más dispares: el consumo cayó en Alemania y España; en Francia, se estancó, y en Italia, destaca el dinamismo de su demanda interna.

Sin embargo, la incertidumbre para los próximos meses sigue siendo muy elevada. Aunque los bajos precios del gas y el elevado nivel de reservas suponen un alivio para empresas y familias, y así se refleja en el buen tono de indicadores como los PMI (54,1 puntos en abril para el índice compuesto de la eurozona, claramente en zona expansiva), la fortaleza se centra especialmente en los servicios (en la eurozona, el PMI del sector superó los 56 puntos en abril). En cambio, el PMI manufacturero cayó hasta los 45,8 puntos (en zona contractiva por décimo mes consecutivo) y en algunas encuestas industriales empiezan a detectarse señales incipientes de menores pedidos, en un contexto de inventarios de productos terminados todavía elevado. Además, fruto del endurecimiento monetario del BCE, los próximos meses van a estar marcados por la transmisión de unos mayores tipos de interés al conjunto de la economía (como ya muestran las encuestas de condiciones crediticias que elabora el propio BCE). En consecuencia, pese al buen inicio de año, todavía quedan por superar importantes retos y no conviene mostrarse confiado en exceso.

La capacidad de recuperación de la economía China ha superado las expectativas. De hecho, creció un 2,2% en el 1T 2023 (0,6% en el 4T 2022) gracias al impulso del consumo de las familias en un contexto de relajación de las restricciones por COVID, al tiempo que la normalización de las cadenas de oferta ha dado oxígeno a su sector exportador. Este dinámico inicio de año sugiere que se puede superar holgadamente el objetivo de crecimiento del 5,0% establecido por el Gobierno, lo que podría dar pie a que se retiren las políticas vigentes de apoyo para volver a una política más acorde con los planes establecidos en la Asamblea Popular Nacional. Además, el favorable comportamiento mostrado en los últimos meses por la demanda interna y la recuperación que muestra la demanda de crédito podrían aconsejar aplicar una política monetaria menos expansiva. En consecuencia, es factible que el ritmo de crecimiento intertrimestral vaya perdiendo fuerza a lo largo del año, sin que por ello se vea amenazado el cumplimiento del objetivo oficial.

Eurozona: PIB

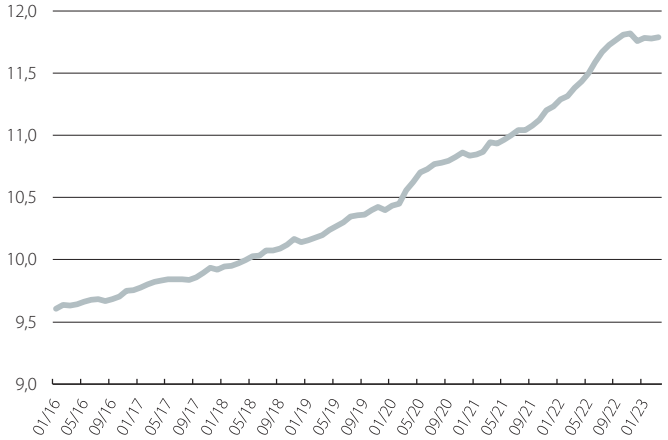
Variación intertrimestral (%)



Nota: *(p) Dato preliminar.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: crédito a hogares y empresas no financieras

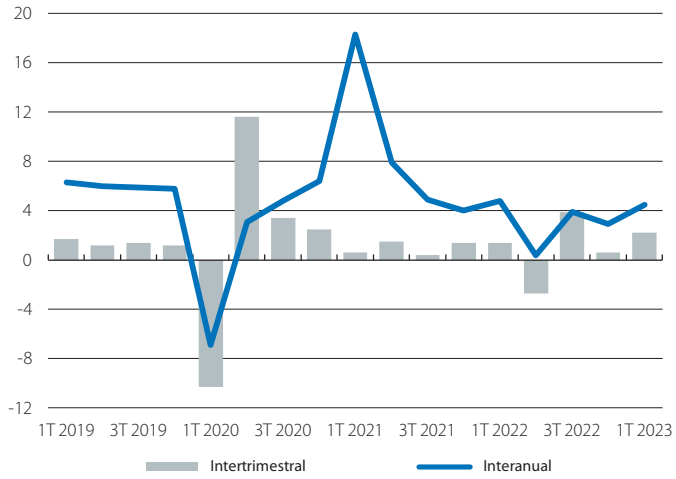
Saldo vivo (billones de euros)



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

China: PIB

Variación (%)



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

Los emergentes ante las subidas de tipos de EE. UU. y las últimas turbulencias financieras

La Fed se ha visto obligada a dar una respuesta contundente para contener el avance de la inflación y anclar sus expectativas: en ningún otro ciclo de subidas anterior, el tipo de referencia había subido tanto (500 p. b.) en un espacio de tiempo tan breve (poco más de un año), lo que ha provocado un importante tensionamiento de las condiciones financieras a nivel mundial. ¿Qué repercusiones tiene esto sobre las economías emergentes?

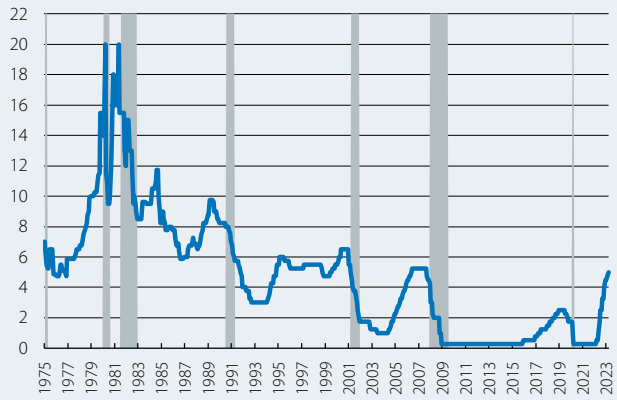
En las últimas cuatro décadas, los países emergentes han sufrido diversas crisis a lo largo de los distintos ciclos de endurecimiento monetario en EE. UU., con un coste económico y financiero muy elevado. Si bien las causas de cada episodio son diferentes (las subidas de tipos de la Fed sí que están más directamente relacionadas con las crisis de deuda en América Latina a comienzos de los ochenta y la del peso mexicano en 1994), lo que es cierto es que las decisiones de política monetaria de la Fed inciden en las condiciones financieras globales, y esto tiene un efecto potencialmente negativo sobre las economías emergentes más vulnerables.

Además, el impacto de una subida de tipos sobre los mercados financieros globales no siempre es el mismo, sino que depende del motivo de esta subida, como ha analizado recientemente el Banco Mundial.[1] Según su informe, los detonantes a seguir son (i) un *shock* de inflación, (ii) la anticipación de los mercados de un mayor tensionamiento de la política monetaria o (iii) un *shock* positivo en el crecimiento. La experiencia histórica nos señala que, si las subidas de tipos tienen que ver con los dos primeros aspectos, es más probable asistir a efectos indirectos adversos sobre los mercados emergentes, ya que en ambas situaciones concurren la desaceleración económica en EE. UU. y el deterioro de la confianza de los inversores. Lo contrario ocurre cuando las subidas de tipos responden a un *shock* positivo de crecimiento. La mala noticia es que el ciclo de subidas de tipos iniciado por la Fed en 2022 responde, principalmente, a los dos primeros grupos de factores.

Además, en estas circunstancias, las economías emergentes que se ven presionadas acostumbran a atravesar episodios de pérdida de valor de sus divisas. En este sentido, durante 2022, distintas divisas emergentes sufrieron una depreciación significativa respecto al dólar, superior al 15% en el caso de la lira turca, el peso colombiano, el peso argentino y la libra egipcia, y otras divisas de los emergentes frontera y de baja renta.

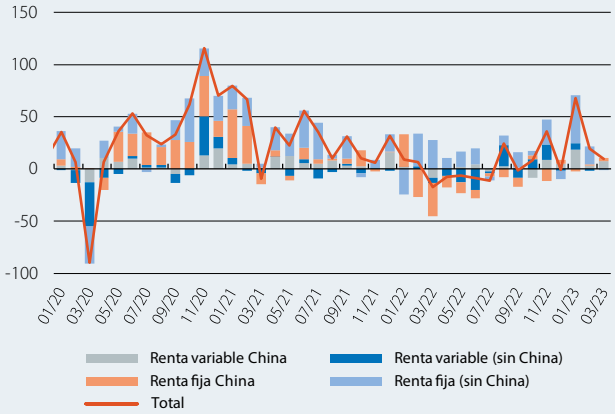
1. Véase World Bank Group. Diciembre de 2022. «How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends».

EE. UU.: tipos de interés de la política monetaria
(%)



Nota: *En sombreado gris marcamos los periodos de recesión económica en EE. UU. según el National Bureau of Economic Research.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y del National Bureau of Economic Research.*

Mercados emergentes: entradas netas de capital extranjero
(Miles de millones de dólares)



Nota: *Flujos de cartera netos de inversores extranjeros a economías emergentes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de IIF.*

Primeras consecuencias para los mercados emergentes

El impacto del tensionamiento de las condiciones monetarias en EE. UU. no había sido tan intenso como en ciclos anteriores hasta que la inestabilidad en la banca estadounidense, a comienzos de marzo, provocó una sacudida en los mercados financieros globales. Hasta esa fecha, el adelanto en la normalización de las políticas monetarias de buena parte de los emergentes (en algunos casos, como en América Latina, comenzó a finales de 2021) favoreció la ampliación de los diferenciales de tipos reales respecto a los de las economías avanzadas, contribuyendo a la resistencia de los mercados emergentes durante gran

parte de 2022. Sin embargo, los últimos acontecimientos de inestabilidad financiera han intensificado la reducción de ese diferencial, en detrimento de los emergentes. Esta corrección es especialmente acusada en América Latina, donde, además (y más allá de casos extremos como los sufridos en Venezuela y Argentina), la inflación persiste en niveles elevados más de lo deseado, pese a las subidas de tipos de los bancos centrales.

Otro aspecto relevante es el impacto que las decisiones de la Fed habrían tenido sobre los flujos de inversión extranjera hacia las economías emergentes. Desde comienzos de este año, un menor apetito por el riesgo, ante el temor a una desaceleración de la economía mundial, unido al estrechamiento de los diferenciales soberanos emergentes respecto a los *treasuries* hace menos atractivas las inversiones en los activos financieros de estos países, y en especial en aquellos denominados en divisa local. Por otro lado, durante el mes de marzo, las turbulencias financieras vividas en EE. UU. y Europa tras la caída del Silicon Valley Bank aumentaron significativamente la inestabilidad de los mercados financieros, pero pese a que el impacto fue más notable en los mercados de las economías desarrolladas que en los mercados emergentes, estos últimos no han salido indemnes.[2]

De hecho, según datos del Instituto Internacional de Finanzas (IIF), debido a este fuerte aumento de la aversión al riesgo, solo en marzo los flujos netos de inversión en emergentes descendieron un 52%, con una concentración de las mayores reducciones en la renta fija (pública y privada). Así, la futura evolución de la inversión extranjera en estos países se enfrenta a importantes riesgos, en un entorno ya exigente. De una parte, su nivel de deuda se encuentra en máximos históricos[3] tras varios años de condiciones de financiación laxas. Y de otra, desde la pandemia, los inversores discriminan con mayor rigor sus inversiones de acuerdo con la calificación crediticia de los países emisores. Esto explica que las nuevas emisiones de deuda de aquellos países con mayores déficits externos sean casi inexistentes.

China, un caso particular

A diferencia de buena parte de las economías emergentes, China no se ha visto obligada a endurecer sus condiciones monetarias para contener la inflación, ya que la aplicación de su política de COVID cero provocó un importante enfriamiento de su economía, con el consiguiente impacto desinflacionista: el promedio en 2022 fue del 2,0% y en el año ha descendido hasta el 0,7%. De hecho, su banco central ha estado aplicando una política claramente expansiva para sostener el crecimiento de la economía en este contexto de política sanitaria cuyos efectos se vieron intensificados por la desaceleración de la demanda de sus principales socios comerciales. Además, China tampoco tiene un problema de acceso al crédito en los mercados financieros, dado que su deuda externa apenas representa un 15% del PIB, y, además, su nivel de reservas supera, en más de un 15%, su *stock* total de deuda externa. Por tanto, China es menos vulnerable a episodios de inestabilidad financiera global o a un tensionamiento de las condiciones financieras globales. No obstante, uno de los principales problemas del sistema financiero chino es su elevada exposición a la deuda corporativa: en el 3T 2022 era casi un 160% del PIB. La mayor parte de esta deuda está emitida por empresas de naturaleza pública (con niveles de apalancamiento elevado) y con un calendario de vencimientos muy concentrado en el corto plazo. Este problema es especialmente relevante en los bancos regionales y el propio banco central de China reconocía que había unas 300 entidades de alto riesgo.

Mercados emergentes: índice de condiciones financieras

Desviación típica (puntos)

Nota: *Calculado con indicadores financieros de 13 economías emergentes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Capital Economics y de Refinitiv.*

En conclusión, parece que el aumento de la inestabilidad financiera afecta, principalmente, a aquellas economías emergentes más dependientes del ahorro externo para financiarse. Aspectos como elevados déficits por cuenta corriente o altos porcentajes de deuda externa a corto plazo son una fuente de fragilidad para sus divisas, cuya depreciación sería uno de los principales indicadores de su riesgo. En este sentido, y como se desarrollará en un próximo Focus, podemos avanzar que en 2023 entre las economías más expuestas a un cambio en el sentimiento de los inversores destacan Turquía, Argentina, Malasia, Chile, Perú, Colombia, Sudáfrica y Egipto.

Beatriz Villafranca y Rita Sánchez Soliva

2. En parte, gracias a la distinta composición de los balances de la banca en emergentes, donde la presencia de depósitos minoristas y de deuda a medio plazo es predominante, frente a una cartera de activos *mark to market* (a precios corrientes de mercado) menos relevante, contrariamente a lo que ocurre en la banca de las economías avanzadas.
3. Según el IIF, en 2022 la deuda de los países emergentes alcanzó la cifra récord de 98 billones de dólares, un 30% superior a la de 2019; y la ratio de deuda sobre PIB se situó en el 250%.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Actividad									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	7,2	5,1	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,4	104,0	101,3
Producción industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,9	0,5	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,7	46,3	47,1
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.605	1.554	1.647	1.450	1.398	1.367	1.432	1.420	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	306	313	310	303	302	300,7	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,5	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–4,0	–3,9	–3,7	–3,6	–4,6	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	6,0	5,0	...
Inflación subyacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	...

JAPÓN

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Actividad									
PIB real	2,1	1,0	1,7	1,5	0,4	...	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	31,3	33,9	35,4
Producción industrial	5,6	0,1	–3,6	4,0	0,6	–1,8	–1,4	–0,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,8	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–2,0	–3,0	–3,8	–5,3	–7,7	–15,6	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,3	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,4	3,7	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Ventas al por menor	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	5,9	3,5	10,6	...
Producción industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	2,4	3,9	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	52,6	51,9	49,2
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	889	728	824	908	933	912,4	979,6	...
Exportaciones	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	–6,8	14,8	...
Importaciones	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–7,3	–10,2	–1,4	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	1,0	0,7	...
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	6,9	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	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	...	1,1	–0,5	–2,5	...	–3,1	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,9	...	2,0	3,4	2,0	...	2,0	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	...	–22,7	–26,9	–26,9	–26,9	–19,0	–19,1	–17,5
Sentimiento económico	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	99,6	99,2	99,3
PMI manufacturas	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	48,5	47,3	45,8
PMI servicios	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	52,7	55,0	56,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,4	...	2,7	1,8	1,5	...	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,5	7,2	7,1	7,0	7,0	6,9	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,9	7,8	...
PIB real *(variación interanual)*	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	–0,1	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	7,2	2,6	4,2	1,0	0,4	0,8	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	7,3	3,9	5,1	2,5	1,4	1,8	–	–	–

Precios

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
General	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	8,5	6,9	7,0
Subyacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,7	5,6

Sector exterior

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Saldo corriente	2,5	–1,2	0,6	–0,8	–1,2	...	–0,9	...	...
Alemania	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	...	4,2	...	...
Francia	0,4	–2,2	–0,4	–1,4	–2,2	...	–2,1	...	...
Italia	3,1	–1,2	0,6	–1,1	–1,2	...	–1,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	93,1	93,3	94,6

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	02/23	03/23	04/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	5,7	...	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	3,2	...	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	...	3,7	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	...	3,7	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	–3,4	–3,5	...	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	17,5	...	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,4	21,2	...	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	...	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.*

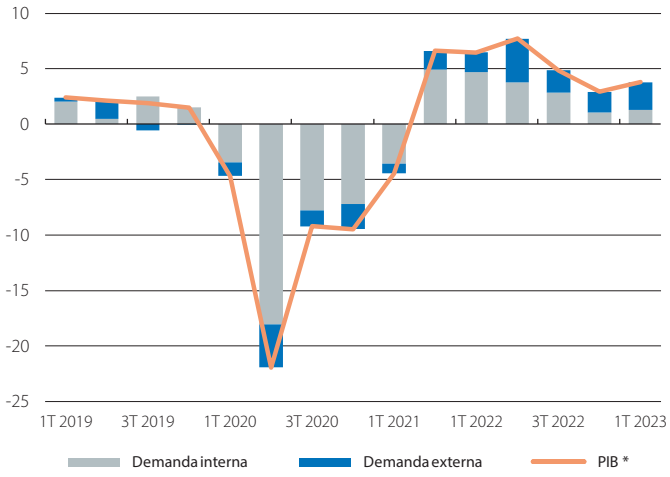
La economía española completa un primer trimestre muy positivo

El PIB aceleró su avance hasta el 0,5% intertrimestral en el 1T 2023. En la primera estimación del 1T 2023, el crecimiento del PIB se fortaleció respecto al trimestre precedente, con un avance trimestral del 0,5% frente al 0,4% del 4T 2022 (tras ser revisado 2 décimas al alza). En términos interanuales, el crecimiento ascendió al 3,8%, frente al 2,9% del trimestre anterior. Además, el INE ha revisado el ajuste estacional de los datos históricos, con lo que ha cambiado el perfil de crecimiento del PIB a lo largo de 2022. En particular, se ha revisado a la baja el crecimiento del 1T 2022 en –0,4 p. p. hasta el –0,4% intertrimestral, mientras que se ha revisado al alza la estimación del 2T 2022 en +0,3 p. p. hasta el 2,5%, y en +0,2 p. p. los del 3T y 4T 2022 hasta el 0,4%, ambos. Tras estos datos, el PIB en el 1T 2023 se sitúa ya tan solo un 0,2% por debajo del nivel del 4T 2019, de forma que prácticamente se ha recuperado el nivel precrisis. Los motores del avance en el 1T fueron la inversión, con un repunte significativo tanto en equipo como en construcción, y el sector exterior con un crecimiento de las exportaciones muy por encima del de las importaciones. La nota negativa fue la debilidad del consumo privado con una caída intertrimestral del 1,3%. El efecto arrastre derivado de la revisión al alza de los crecimientos en la segunda parte de 2022 y el buen comienzo de 2023 nos hará revisar al alza la previsión de crecimiento para el conjunto de 2023.

La inflación general repunta por efectos base en la energía, pero destaca la caída de la subyacente. Según el dato avanzado por el INE, la inflación general repuntó en abril hasta el 4,1% (3,3% en marzo). Los efectos base continúan dominando los movimientos en el componente energético. En abril, el efecto base fue alcista debido al ajuste a la baja de los precios de la energía que se produjo en abril de 2022 (por el descenso intermensual del precio de la electricidad tras el fortísimo repunte en marzo de 2022 y por el inicio del subsidio de 20 céntimos por litro a los carburantes). Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se moderó significativamente al situarse en el 6,6% (7,5% en marzo) favorecida por el efecto base de los alimentos elaborados (hace un año registraron un incremento mensual del 2,6%, el mayor avance intermensual de la serie histórica) y por la contención de precios del resto de componentes.

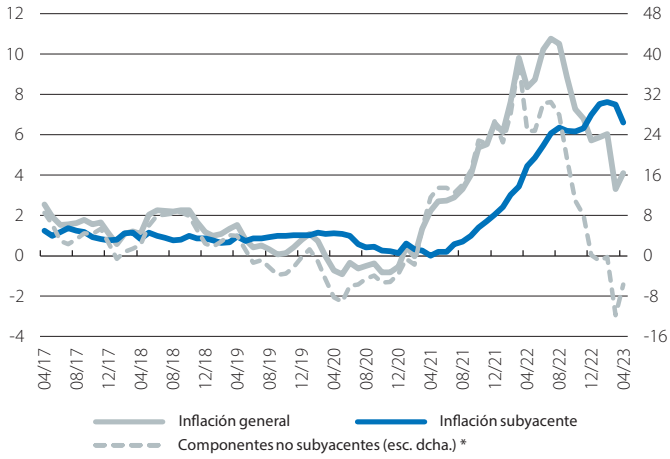
Señales mixtas en los indicadores de sentimiento económico a inicios del 2T. El PMI del sector servicios flexionó a la baja, pero se mantuvo en una cómoda zona expansiva (>50 puntos) con un registro en abril de 57,9 puntos (59,4 en marzo), el segundo nivel más elevado desde noviembre de 2021. Sin embargo, el sector industrial ha vuelto a niveles contractivos tras dos meses en niveles expansivos; concretamente, el PMI del sector manufacturero ha anotado un retroceso en abril de 2,3 puntos, hasta los 49 puntos, debido a una caída de los nuevos pedidos y a una ralentización en el crecimiento de la producción, aunque las empresas manufactureras continuaron aumentando sus plantillas.

España: PIB
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



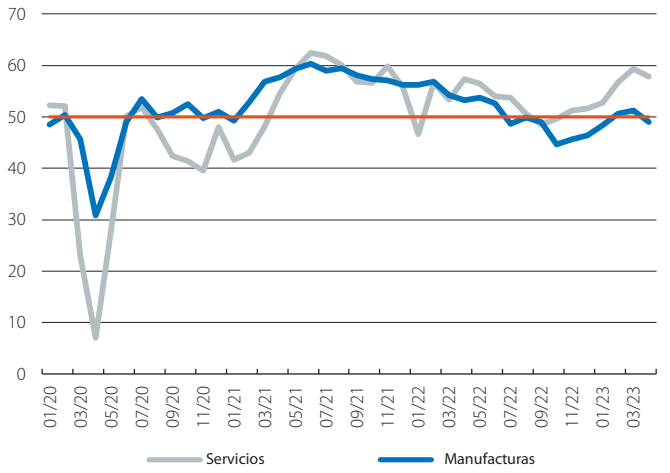
Nota: ** Variación interanual (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: IPC
Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



Nota: ** Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: PMI
Nivel



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

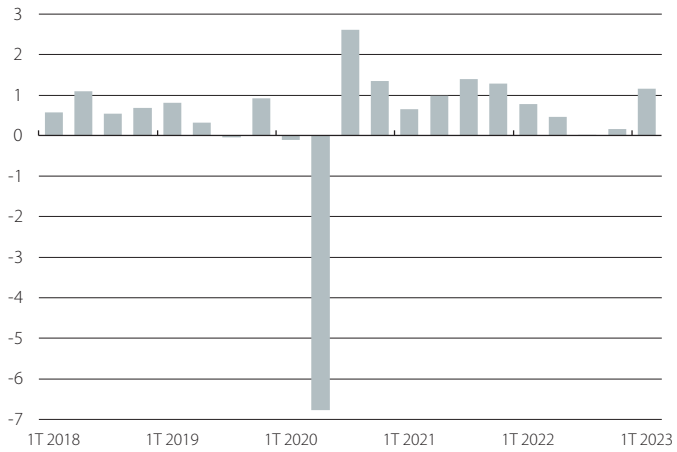
El mercado laboral exhibe un tono muy positivo. Los resultados de la EPA del 1T 2023 y de afiliados de abril confirman el dinamismo del mercado laboral. Los ocupados según la EPA crecieron a un ritmo trimestral, corregido de estacionalidad, del 1,16%, muy por encima del 0,16% del 4T 2022. Por su parte, la cifra de parados aumentó en 103.800, por encima del incremento medio en un 1T en 2014-2019 (+15.000), si bien el repunte estuvo afectado por el notable avance de la población activa (+92.000 *vs.* –93.000 de media en los 1T de 2014 a 2019). De esta forma, la tasa de paro se incrementó al 13,3% desde el 12,9% del 4T 2022, aunque la cifra es 3 décimas inferior a la de hace un año. A su vez, la afiliación ganó dinamismo en abril, impulsada por el tirón de los servicios en Semana Santa, y creció en 238.436 personas, frente a 174.000 de media en los meses de abril entre 2014 y 2019. La cifra total de afiliados se eleva a 20.614.989, nuevo máximo histórico y que supone 595.908 personas más que hace un año. Asimismo, el paro registrado descendió en abril en 73.890 personas y se situó por debajo de 2,8 millones (la cifra más baja desde 2008).

La mejora de la balanza comercial impulsa la cuenta corriente. En los dos primeros meses del año, la balanza por cuenta corriente anotó un superávit de 5.600 millones de euros, en contraposición con el déficit de 3.900 millones registrado en el mismo periodo de 2022, gracias a la intensa reducción del déficit comercial y al dinamismo del turismo. El menor déficit comercial es resultado de una mejora tanto en la balanza energética como en la no energética. En particular, el déficit energético se redujo en febrero hasta 3.045 millones de euros, desde 3.626 millones en febrero de 2022, en un contexto de caída de los precios de importación (–7,6% interanual). Por su parte, la balanza de bienes no energéticos arrojó un superávit de 580 millones de euros, el mayor superávit en un mes de febrero desde 2014, y contrasta con el déficit de 626 millones de febrero del año pasado. Ello ha sido posible gracias a un crecimiento de las exportaciones en términos nominales (+10,1% interanual) muy superior al de las importaciones (+5,6%). En todo caso, el fuerte avance de las exportaciones estuvo muy condicionado por el encarecimiento de las mercancías, dado que sus precios aumentaron un 14,1% interanual.

El sector turístico sigue manteniendo una buena tendencia con un superávit acumulado de la balanza de servicios turísticos en los dos primeros meses del año de 6.300 millones de euros, frente a los 4.200 millones de enero-febrero de 2022. El sector turístico mantuvo su dinamismo en marzo, aunque algo menos boyante que febrero. Así, en el tercer mes del año llegaron cerca de 5,6 millones de turistas extranjeros y gastaron 6.657 millones de euros. Estas cifras se sitúan un 6,9% por debajo del nivel en el mismo mes de 2019 en el caso de llegadas (–1,4% en febrero) y un 10,3% por encima en el caso del gasto (14,3% en febrero). Este menor dinamismo de marzo se debió a los peores datos del turismo alemán y francés. No obstante, las cifras de llegadas de turistas de otros mercados emisores clave continuaron siendo positivas; especialmente las de británicos, que redujeron su brecha con respecto a los niveles de 2019, y la de turistas estadounidenses, que registraron un nivel de llegadas un 6,8% por encima de marzo de 2019 (–0,8% en febrero).

*España: ocupados **

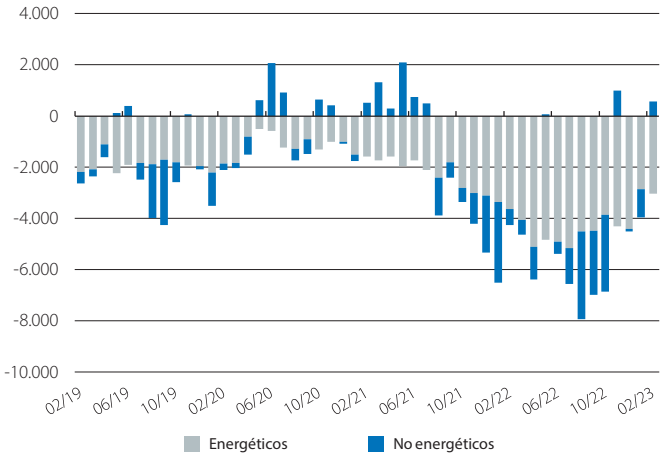
Variación intertrimestral (%)



Nota: ** Datos desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).*

*España: saldo comercial de bienes **

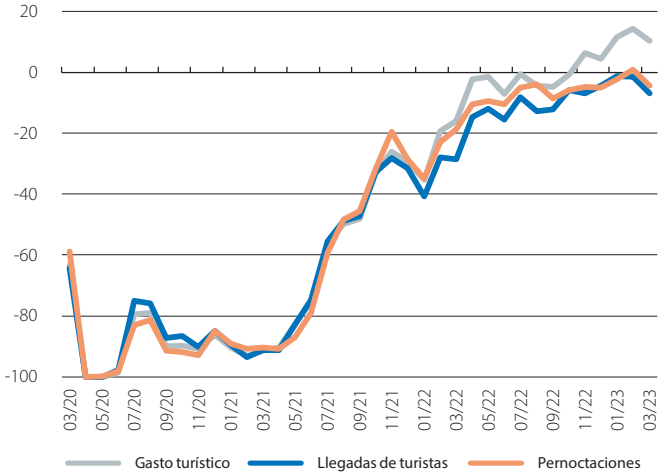
Datos mensuales (millones de euros)



Nota: ** Se utiliza la clasificación CUCI para bienes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas.*

España: indicadores de turismo extranjero

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



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

Notable reducción del ahorro de los hogares españoles en 2022: todas las claves

La tasa de ahorro se reduce hasta niveles similares a los de la prepandemia al calor de la inflación

La capacidad de ahorro de las familias españolas se ha visto reducida de forma significativa en 2022, una tendencia que se ha acelerado por la escalada de la inflación. Así, la tasa de ahorro bajó a cotas muy similares a la prepandemia, tras dos años en niveles muy superiores a lo normal debido a las restricciones pandémicas. En concreto, la tasa de ahorro de 2022 fue del 7,2% de la renta bruta disponible (RBD), un nivel muy inferior al promedio 2020-2021 (15,6%) y ligeramente por encima del promedio 2015-2019 (6,7%). Hablamos de 58.500 millones de euros de ahorro bruto, 50.000 millones menos que en 2021, pero 8.500 millones más que en el promedio de 2015-2019. En otras palabras: es cierto que la tasa de ahorro ha caído mucho respecto a 2021, pero podemos hablar de cierta vuelta a la normalidad tras dos años con niveles de ahorro excepcionales con la pandemia; sin embargo, en lugar de hacerlo de forma gradual, lo ha hecho muy rápido por el contexto inflacionario.

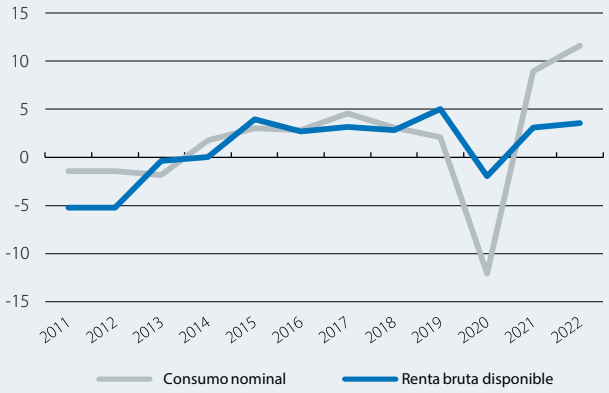
La caída de la tasa de ahorro que se produjo el año pasado refleja un aumento del consumo nominal (11,6%) muy superior al de la RBD (3,6%). La tasa de crecimiento de la RBD se quedó algo por debajo de las expectativas, habida cuenta de un crecimiento de la remuneración de los asalariados más que notable (6,5% interanual), gracias a la intensa creación de empleo, y de la fuerte recuperación de las rentas netas de la propiedad (20%), por los ingresos por dividendos que más que compensaron a nivel agregado el aumento del pago de intereses. Este dinamismo se vio moderado por el aumento del pago de impuestos y la caída de las prestaciones sociales (véase el tercer gráfico con el desglose).

De cara a este año, esperamos que la tasa de ahorro descienda nuevamente, aunque mucho menos que en 2022: el consumo de los hogares en términos nominales crecerá menos que en 2022, tanto por la desaceleración de la economía como por una inflación que, aunque continuará en niveles elevados, se moderará de forma notable respecto al 8,4% de 2022. Por su parte, proyectamos que la RBD crecerá a un ritmo algo superior al de 2022, algunas décimas por debajo del crecimiento del consumo nominal pero dando muestras de resiliencia: la fortaleza del mercado laboral será la clave para contrarrestar el aumento del pago de intereses por el alza de tipos. Así, la tasa de ahorro en 2023 se podría situar algo por encima del 6,0%.

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

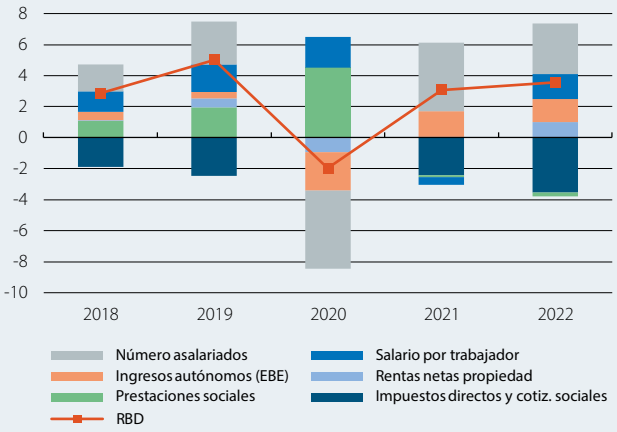
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y previsiones propias.*

España: consumo y renta bruta disponible de las familias
Variación interanual (%)



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

España: renta disponible de las familias
Variación anual (%) y contribuciones (p. p.)



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

Se reducen los activos financieros de las familias en porcentaje del PIB

En línea con el menor ahorro acumulado el pasado año, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares también se redujo, hasta 44.982 millones de euros, desde 76.356 millones el año anterior; no obstante, dicha cifra superó ampliamente los registros prepandémicos (promedio de 18.655 millones en 2015-2019). Los hogares adquirieron activos, fundamentalmente, aumentando sus depósitos bancarios (+46.448 millones, frente a los 18.898 millones de promedio en 2015-2019);[1] en cambio, desinvirtieron en seguros y fondos de pensiones (–7.836 millones) y en fondos de inversión (FI) y participaciones en capital (–3.730 millones).[2]

La adquisición de activos se vio neutralizada por la intensa revalorización negativa de los mismos (–45.447 millones de euros), de modo que el *stock* de activos financieros brutos de los hogares se redujo ligeramente, en 1.281 millones de euros, hasta 2,726 billones;[3] esta cantidad equivale al 205,4% del PIB, muy por debajo del dato de 2021 (226% del PIB).

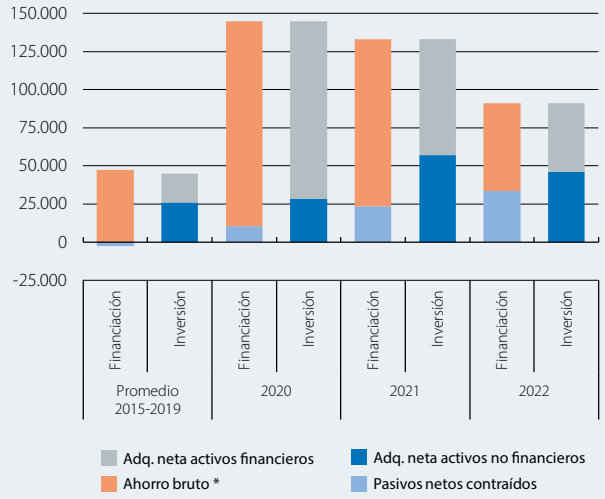
En cuanto a la estructura de esta riqueza, sigue dominada por las participaciones en capital y FI, cuyo peso se estabilizó en el 44,7% del total; por detrás, se sitúan los depósitos bancarios, que ganan protagonismo y aumentan su peso hasta el 37,4%, 2 puntos más que el año anterior y el mayor porcentaje desde 2013. Por el contrario, seguros y fondos de pensiones reducen su peso hasta mínimos desde 1998 (12,2% del total, 2 puntos menos que en 2021).

Respecto a la situación prepandémica en 2019, la riqueza financiera bruta de los hogares ha aumentado en 281.300 millones de euros, en buena parte impulsada por el elevado ahorro acumulado por las familias durante la pandemia.[4] Parece una cifra elevada, pero hay que tener en cuenta que nos encontramos en un contexto inflacionista en el que el aumento de los precios ha erosionado el valor de los activos en términos reales. En concreto, la inflación acumulada entre finales de 2019 y 2022 ha sido del 12,0%,

1. En menor medida adquirieron otros activos, sobre todo créditos comerciales y otras cuentas pendientes de cobro (9.000 millones), y valores representativos de deuda (3.602 millones); en este último caso, dicha adquisición se vio compensada por la pérdida de valor de los activos (–3.399 millones), derivada del incremento de los tipos de interés de largo plazo.
2. Las participaciones en seguros y fondos de pensiones sufrieron, además, una fuerte pérdida de valor (–47.462 millones); en cambio, las participaciones en capital y FI se revalorizaron en 5.133 millones.
3. A pesar de estas cifras, si comparamos el 4T con el 3T, el *stock* aumentó en 74.000 millones de la mano del repunte de la tasa de ahorro (el dato estanco desestacionalizado pasó del 3,3% en el 3T al 9,1% en el 4T) y de las revalorizaciones (+47.750 millones).
4. Véase el Focus «Evolución de los activos financieros de las familias en términos nominales y reales en España» en el IM12/2022.

España: operaciones de financiación e inversión de los hogares

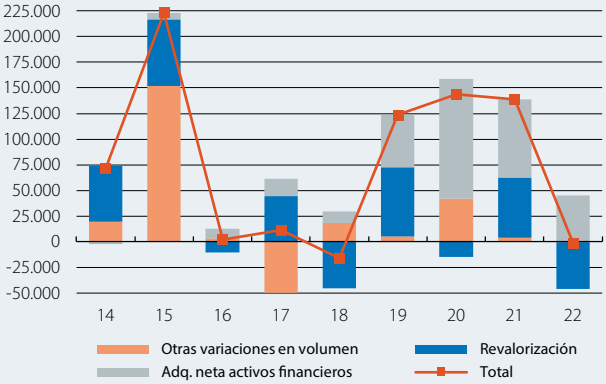
(Millones de euros)



Nota: ** Incluye transferencias netas de capital.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

España: variación de activos financieros de los hogares

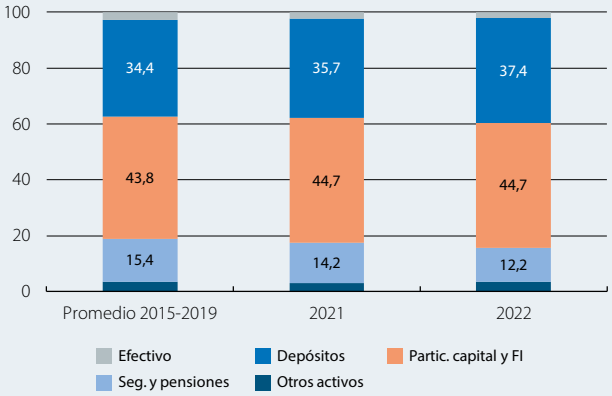
Variación anual (millones de euros)



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

España: estructura de la riqueza financiera de los hogares

(% sobre el total)



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

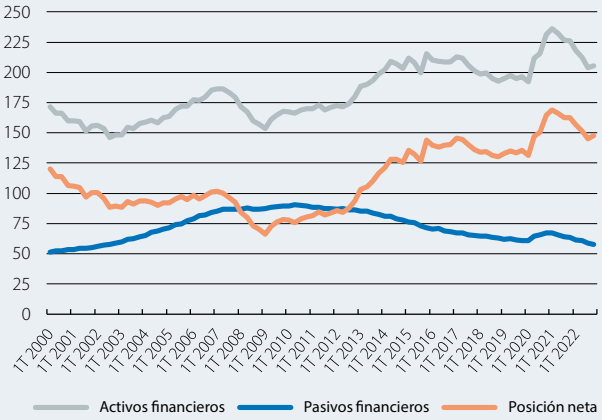
por encima del crecimiento del *stock* de activos financieros (+11,5%).

Por otro lado, las familias continuaron desapalancándose en 2022 y, al cierre del año, la deuda de los hogares se situó en el 53,0% del PIB; se trata de un registro menor al de 2021 (58,4%), influido por un efecto denominador, gracias al crecimiento del PIB en 2022, y la ratio más baja desde 2002. En el conjunto de 2022, las familias contrataron préstamos bancarios por importe de 2.822 millones de euros, un flujo muy inferior al de 2021 (6.807 millones); además, se observa un cambio de tendencia en la segunda mitad de 2022, en línea con las subidas de tipos: en el primer semestre, la contratación neta de préstamos ascendió a 14.755 millones, mientras que, en el segundo semestre, se produjo una amortización neta por valor de 11.900 millones.

Debido a la caída de los activos financieros en porcentaje del PIB en 2022, muy superior a la de los pasivos,[5] se produjo una contracción de la posición financiera neta de las familias, de 15 puntos respecto a 2021, hasta el 147,6% del PIB; una ratio que, en todo caso, supera notablemente la registrada en 2019 (135,5%).

Sergio Díaz y Javier Garcia-Arenas

España: balance financiero de los hogares
(% del PIB)



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

5. Los pasivos financieros incluyen el saldo vivo de los préstamos bancarios, créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (intereses de préstamos devengados, impuestos y cotizaciones pendientes de pago).

El aumento del precio de los alimentos en España: ¿qué esperar?

El aumento de los precios de los alimentos está siendo más persistente de lo esperado. En este artículo, analizamos los factores que están detrás de este episodio inflacionista y su evolución a corto y medio plazo.

El incremento de los costes de producción

Uno de los principales determinantes de la escalada de precios de los alimentos es el fuerte incremento de los costes de producción en el sector primario y en la industria alimentaria.[1] Según los datos del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (MAPA), el precio de los consumos intermedios del sector primario se incrementó un 31,1% en 2022, principalmente, debido al alza de los precios de energía (59,4%), fertilizantes (74,3%) y piensos y alimento para el ganado (31,7%).

De todas formas, cabe remarcar que en los últimos meses se observa una tendencia a la moderación. Concretamente, los indicadores de precios pagados por los agricultores apuntan a que los costes de producción tocaron techo el pasado mes de agosto. Desde dicho mes hasta enero (último mes con datos disponibles), se observa una caída del 5,4%, gracias al descenso de los precios de la energía (–34,6%) y de los fertilizantes (–4,5%). Así, la evolución de los costes de producción debería quitar presión a los precios de consumo en el sector, aunque se debe remarcar que los costes de producción se mantienen en niveles muy elevados y que las caídas recientes no han deshecho la enorme escalada del pasado año.

Caída de la producción agrícola ligada a la sequía

Otro factor que está empujando al alza los precios de los alimentos es la importante caída de las cosechas agrícolas debido a la sequía. Según datos de Eurostat para España, el rendimiento (toneladas por hectárea) de las cosechas cayó alrededor de un 18% en 2022,[2] en línea con la caída en el volumen de precipitaciones anuales, que, según datos de AEMET, fueron de alrededor de 537 litros/m^2, un 16% por debajo del promedio histórico.

Esta menor producción agrícola también ha presionado los precios al alza. Tal y como se muestra en la tabla, la caída de producción en España durante el año 2022 fue muy generalizada. Tan solo en el caso de la producción en viñedos (+1,9%) y de patata (–7,0%) se evitaron caídas de dos dígitos.

1. Véase el artículo «Determinantes de la inflación española en 2023: efectos indirectos y alimentos» en el Dossier del IM02/2023.
2. Datos estimados a partir de las cifras de producción y área de cultivo de cereales, leguminosas, tubérculos, frutales y producción de viñedos. No hay datos disponibles para 2022 de aceitunas ni de verduras frescas.

España: volúmenes de cosecha y precios agrícolas en origen

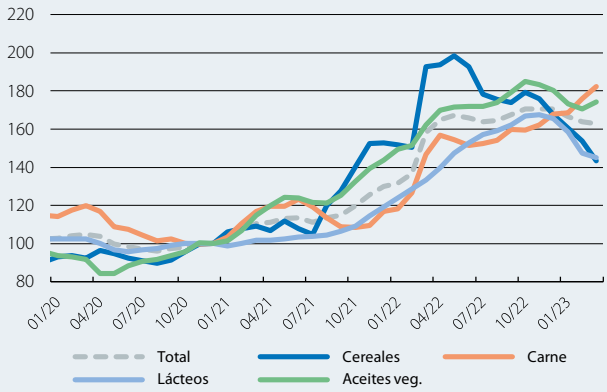
Variación anual 2022 (%)

	Cosecha	Precio
Cereales	–24,3	42,5
Leguminosas	–18,7	31,0
Patata	–7,0	34,0
Cultivos industriales	–11,5	31,1
Cultivos para alimentación de ganado	–18,4	46,3
Hortalizas	–14,7	19,9
Cítricos	–11,0	–18,3
Frutales	–23,8	4,0
Viñedo	1,9	16,0
Olivar	–48,4	27,3

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

UE: precios de origen de productos agrícolas y ganaderos

Índice (100 = diciembre 2020)



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

Además, las caídas de producción parecen estar persistiendo en lo que llevamos de 2023, debido a que la sequía que se vive en España no parece tocar a su fin (el mes de marzo fue el más seco del siglo XXI y el volumen de lluvias en abril está siendo pírrico). Por ello, es muy probable que la escasez de la producción continúe presionando los precios de los alimentos domésticos en los próximos meses.

Precios en el mercado de la UE

En un contexto de menor oferta doméstica, gana relevancia el desempeño de otros países productores de alimentos en la UE.[3] En este caso, se observa que los precios de parte de los productos agroalimentarios en la Unión parecen haber cambiado de tendencia y, de hecho, presentan una caída en los últimos meses. Las caídas de precio en lo

3. En este sentido, las importaciones españolas de productos agroalimentarios no procesados crecieron un 20,5% interanual en la segunda mitad de 2022, mientras que las exportaciones cayeron un 8,6% interanual en el mismo periodo.

que va de año (datos hasta marzo) son apreciables en los cereales (–14,3%) y en productos lácteos (–12,5%). También han roto su tendencia alcista los precios de aceites vegetales (caen un 3,2% en 2023), aunque se mantienen en niveles muy elevados. La excepción la encontramos en los precios de la carne, que en 2022 fueron los que mostraban un desempeño menos extremo, pero los últimos meses han vuelto a repuntar y, con ello, en marzo acumulaban un aumento de cerca del 80% con respecto a diciembre de 2020.

La transmisión de la inflación en la cadena de producción alimentaria

Una de las claves para adelantar la dinámica de precios de los alimentos para los próximos meses es la transmisión de los precios de origen a los precios de consumo, pasando por los precios de producción de la industria alimentaria.

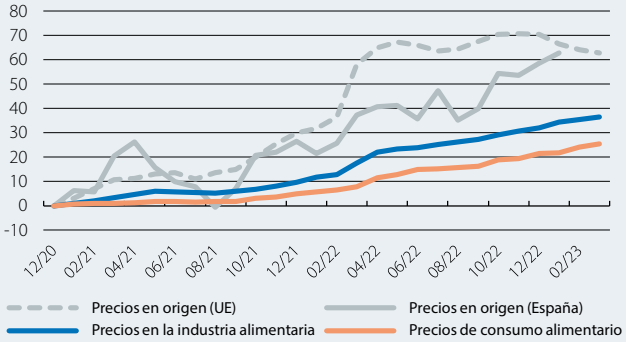
Tal y como se muestra en el tercer gráfico, el incremento acumulado desde el cierre de 2020 de los precios en origen ha sido de alrededor del 63% tanto en la UE (datos hasta marzo) como en España (datos hasta enero). En este sentido, la inercia alcista de los precios domésticos de la UE se ha frenado, mientras que la de España, afectada por la sequía, todavía no. La transmisión de estas alzas a los precios de producción de la industria alimentaria y a los precios de consumo ha sido parcial. Concretamente, estos acumulan un aumento del 36% y del 26%, respectivamente.

Si bien la transmisión de precios no tiene que ser pareja entre el origen y el consumo, el hecho de observar diferencias todavía importantes sugiere que aún podría quedar cierto margen de transmisión a los precios finales.[4] Al efectuar este mismo análisis separando por tipo de producto, los datos apuntan a que la transmisión entre precios de origen y consumo tiene mayor recorrido para productos cárnicos. Por el otro lado, el recorrido para cereales (y derivados), productos lácteos y, sobre todo, aceites parece más escueto.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

Evolución de los precios de alimentos por etapa productiva

Índice (0 = diciembre 2020)



Nota: *Como indicador de precios en origen en España, se utilizan los precios percibidos por los agricultores del MAPA, y para la UE, los* farm-gate and wholesale market prices *del BCE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MAPA, del INE y del BCE.*

4. Una transmisión completa del aumento de costes a precios de consumo no implica que el incremento de precios de origen replique sobre los precios de consumo (transmisión 1:1), si no que depende del peso de los consumos intermedios en la producción de cada empresa.

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	02/23	03/23	04/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	0,1	4,5	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,6	–0,9	0,4	–5,2	–5,3	–4,2	–5,8	–3,2	–1,4
PMI de manufacturas (*valor*)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	50,7	51,3	49,0
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	–	–0,9	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	9,6	29,0	33,7	23,0	17,3	–	10,2	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	56,7	59,4	57,9
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	1,2	0,2	1,8	6,4	4,1	9,5	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	–3,0	–10,3	3,1	2,6	45,5	19,2	66,1	8,2
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–12,9	–26,5	–27,0	–32,6	–28,1	–23,0	–21,9	–24,4	–20,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	...	2,4	2,7	3,0
PIB	**5,5**	**5,5**	**7,7**	**4,8**	**2,9**	**3,8**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
General	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	6,0	3,3	4,1
Subyacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,6	7,5	6,6

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	02/23	03/23	04/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	–	20,5	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	–	26,7	...	...
Saldo corriente	**11,5**	**7,8**	**7,8**	**6,1**	**7,8**	**–**	**17,2**	**...**	**...**
Bienes y servicios	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	–	28,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	–6,4	–10,9	–7,0	–8,3	–10,9	–	–11,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**22,4**	**19,7**	**19,5**	**18,0**	**19,7**	**–**	**30,0**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	1,7	0,7	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,4	0,4	–1,7	...
A plazo y preaviso	–24,4	–19,7	–25,4	–19,2	–7,4	7,3	4,4	17,3	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	15,6	6,6	–3,1	7,6	7,3	9,8	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**2,1**	**1,3**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	–1,0	–1,2	–1,1	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	–1,0	–1,4	–0,8	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	–1,2	–1,3	–1,7	...
Hogares - otras finalidades	–1,2	–0,6	–0,5	–0,9	–0,1	–0,1	–0,2	–0,2	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	1,9	–3,5	–1,1	–0,2	0,9	–0,3	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–1,0**	**–1,0**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**4,3**	**3,5**	**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.*

Sorpresa positiva en el PIB portugués del 1T

El PIB sorprende positivamente en el 1T 2023, con un fuerte avance, del 1,6% intertrimestral y un 2,5% interanual, impulsado por el fuerte dinamismo del sector exterior, y en especial del turismo. De este modo, el PIB supera en un 4,3% el nivel prepandemia y hace inevitable una revisión al alza de nuestra actual previsión de crecimiento para 2023 (1%), que presentaremos en la próxima edición del *Informe Mensual*. Incluso si la economía se estancara en los próximos tres trimestres, el crecimiento en el conjunto de 2023 superaría el 2,1%. Además, los datos más recientes siguen siendo positivos.

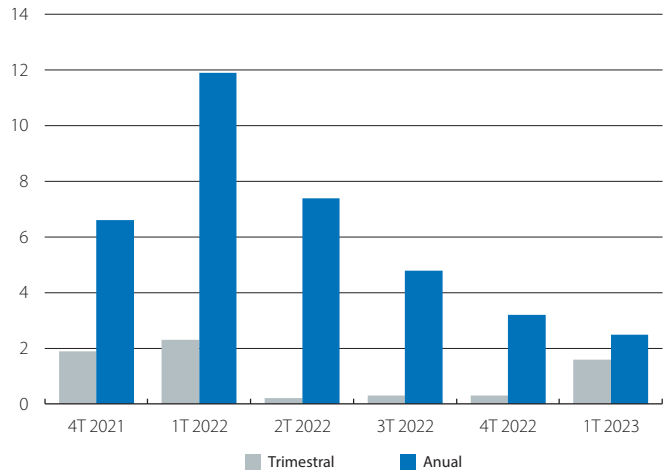
La inflación se modera en abril. El dato de avance del INE mostró una fuerte desaceleración de la inflación hasta el 5,7% (7,4% en marzo); de nuevo, los productos energéticos, con una tasa interanual del –12,7%, explican más del 60% del descenso del IPC. La tasa subyacente también se suavizó, pero más levemente, hasta el 6,6%. En los próximos meses se mantendrá esta dinámica debido a los efectos base en el componente energético al comparar con meses del año pasado de fuertes aumentos de precios.

La población ocupada ha vuelto a alcanzar un nuevo máximo histórico. En términos desestacionalizados se elevó a 4.911.800 personas en marzo, con un crecimiento interanual del 0,4% (+21.800 personas). Al mismo tiempo, el número de parados descendió por segundo mes consecutivo, hasta 362.500 personas, y la tasa de paro se situó en el 6,9%.

Excelente comportamiento del turismo en el 1T 2023. En marzo, se alcanzaron 2,1 millones de visitantes y 5,1 millones de pernoctaciones, de modo que, en el conjunto del 1T 2023, las pernoctaciones superan en un 14,1% las del mismo periodo de 2019. En abril, los datos de ForwardKeys señalan a Portugal como uno de los países con mayor crecimiento respecto a 2019 en capacidad aérea instalada (vuelos intra-Europa). Si a ello añadimos otros factores extraordinarios (jornadas mundiales de la juventud y crecimiento del turismo con origen en EE. UU.), 2023 podría marcar récords, tanto en términos de visitantes como de ingresos.

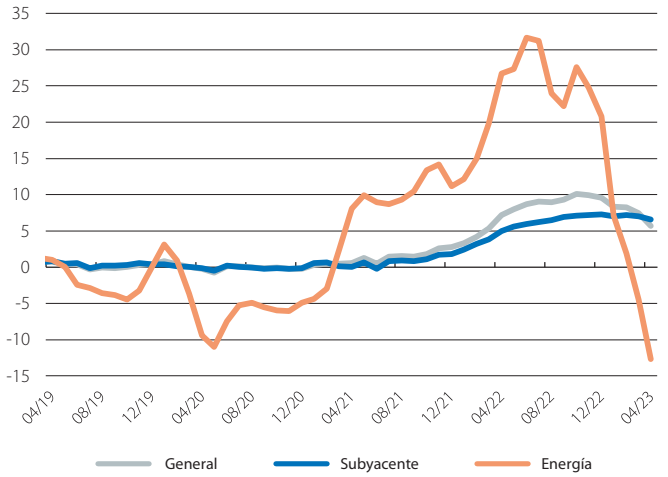
El Gobierno ha presentado su estrategia de consolidación fiscal para los próximos años. Tras la sorpresa positiva de 2022 (déficit del 0,4% del PIB, frente al 1,9% previsto inicialmente), en el Programa de Estabilidad 2023-2027 se ha recortado el déficit previsto para 2023, desde el 0,9% del PIB al 0,4%, para seguir reduciéndose en los próximos años y alcanzar un ligero superávit en 2027. Asimismo, la deuda pública seguirá descendiendo hasta situarse por debajo del 100% del PIB en 2025. De momento, la ejecución presupuestaria sigue siendo bastante favorable: en el 1T se registró un superávit del 3,0% del PIB, con un crecimiento de los ingresos muy superior al del gasto (7,4% interanual *vs.* 2,4%). En consecuencia, es probable que nuestra previsión de saldo presupuestario en 2023 (actualmente en el –0,9% del PIB) resulte demasiado cautelosa.

Portugal: PIB
Variación (%)



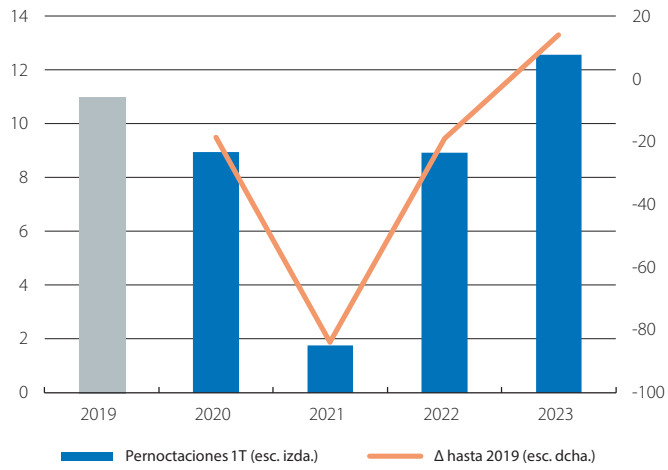
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: IPC
Variación interanual (%)



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

Turismo: pernoctaciones en 1T
(Millones) *(%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE 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	02/23	03/23	04/23
Índice coincidente de actividad	3,4	6,0	6,7	5,4	4,7	5,0	5,0	5,3	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	–0,3	...	1,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–5,3	–3,4	–2,3	–4,7	–6,6	–4,9	–5,0	–3,5	–3,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	5,6	2,9	–4,0	12,7	...	2,1	...	...
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	12,9	12,5	11,4	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	137,9	116,9	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	0,1	15,0	21,1	17,9	8,1	9,9	10,2	13,3	17,6
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,3	0,6	...
Indicador coincidente del consumo privado	5,0	4,4	5,2	3,2	2,3	3,1	3,1	3,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–17,2	–29,7	–30,5	–31,8	–37,0	–35,1	–35,0	–33,4	–31,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	...	0,4	0,5	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	...	6,9	6,9	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**2,5**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
General	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,0	8,2	7,4	5,7
Subyacente	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,0	6,6

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	02/23	03/23	04/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	...	21,2	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	...	26,3	...	...
Saldo corriente	**–1,6**	**–3,2**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**...**	**–2,3**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–5,5	–4,9	–6,4	–5,3	–4,9	...	–4,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	...	1,6	...	...
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	02/23	03/23	04/23
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	...	2,9	0,5	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	...	1,9	–3,1	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	...	4,3	5,4	...
Depósitos de AA. PP.	–4,1	12,4	8,5	–0,1	12,4	...	2,8	11,1	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**...**	**2,9**	**0,8**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	2,9	1,3	2,5	1,9	1,3	...	0,6	0,0	...
Empresas no financieras	2,2	–1,0	0,7	–0,5	–1,0	...	–1,6	–2,1	...
Hogares - viviendas	3,3	2,7	3,8	3,3	2,7	...	2,1	1,5	...
Hogares - otras finalidades	3,1	2,9	3,3	3,2	2,9	...	1,3	0,0	...
Administraciones públicas	3,8	–2,7	–1,3	–1,5	–2,7	...	–4,3	–2,0	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**...**	**0,4**	**–0,1**	**...**
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.*

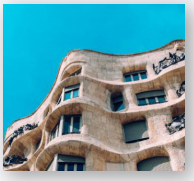
Conoce nuestras publicaciones:

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.



Fichas comunidades autónomas

Síntesis de la situación y las perspectivas económicas de las comunidades autónomas de España, a través del seguimiento de distintos indicadores y de datos internos de consumo.

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.

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:

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