



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS La política monetaria ha hecho (¿todos?) los deberes

ECONOMÍA INTERNACIONAL ¿Qué está pasando con la industria en el mundo?

Inflación europea: ¿principio del fin o fin del principio?

Sector inmobiliario chino: despacito y buena letra

ECONOMÍA PORTUGUESA El amigo americano: el boom del turismo procedente de EE. UU. en Portugal

ECONOMÍA ESPAÑOLA

¿Son competitivas las exportaciones españolas?

Cambios en las características de la población inmigrante en los últimos años

Nuevas perspectivas para el sector inmobiliario español: el mercado de la vivienda se desacelera





INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 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/estudose-mercados/mercados-financeiros deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición: 4 de julio de 2023

ÍNDICE

- 1 EDITORIAL
- 3 LAS CLAVES DEL MES
- 4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 La política monetaria ha hecho (¿todos?) los deberes Ricard Murillo Gili

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 ¿Qué está pasando con la industria en el mundo? Luís Pinheiro de Matos y Rita Sánchez Soliva
- 16 Inflación europea: ¿principio del fin o fin del principio?
- 18 Sector inmobiliario chino: despacito y buena letra María Suárez Marañón

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 24 ¿Son competitivas las exportaciones españolas? Oriol Carreras y Jaume Servert
- 27 Cambios en las características de la población inmigrante en los últimos años Nuria Bustamante y Sergio Díaz
- 30 Nuevas perspectivas para el sector inmobiliario español: el mercado de la vivienda se desacelera Judit Montoriol Garriga

33 ECONOMÍA PORTUGUESA

34 El amigo americano: el boom del turismo procedente de EE. UU. en Portugal Tiago Belejo Correia



Desinflación

La tasa de inflación se ha situado por debajo del 2,0% en España. Todavía no se puede dar por cerrado el *shock* inflacionista, pero el dato que se ha conocido en el mes de junio (un 1,9%, concretamente) podría marcar el inicio de una nueva fase para la economía española. A diferencia de lo que solía pasar históricamente, mientras que la mayoría de las economías desarrolladas todavía sufren aumentos de precios elevados (júzguense el 5,5% de la eurozona y el 4,0% de EE. UU.), parece que esta vez la economía española va un paso por delante y ya presenta tasas de inflación moderadas. Los próximos meses serán claves para confirmar que no se trata de un hecho puntual. Y si se ratifica esta nueva tendencia, las implicaciones serán muy positivas.

Las señales de que la inflación se puede estar adentrando en una nueva fase son múltiples, pero destacan tres. Primero, los factores que impulsaron el aumento de precios en primera instancia ya se han desvanecido. El precio del petróleo y el del gas se encuentran en niveles similares a los del año 2021, así como el del resto de materias primas que también experimentaron un fuerte aumento tras la invasión rusa de Ucrania. Dejar de poner leña al fuego es el primer paso para que se apague.

Segundo, el cambio de tono es generalizado en la mayoría de los componentes del IPC, de manera que los efectos indirectos del *shock* inicial al conjunto de bienes de consumo parecen estar llegando a su fin. Así, mientras que en enero cerca del 25% de los bienes presentaba un aumento de precios superior al 20% (variación mensual anualizada ajustada de estacionalidad), en mayo, la proporción apenas alcanzaba el 2% y más del 30% de los bienes ya anotaban una caída de precio. Este cambio de tendencia también se observa en los alimentos. En este caso, el 45% llegó a presentar un aumento de precios superior al 20%, pero los últimos datos muestran que esta situación se ha revertido. Prácticamente no hay alimentos que registren aumentos de precios tan elevados, y en cambio cerca del 30% anotan caídas de precio.

Tercero, las presiones salariales están siendo contenidas. Según el indicador de salarios de CaixaBank Research, los ingresos salariales aumentaron un 3,9% en mayo. Además, gracias al acuerdo alcanzado entre patronal y sindicatos, podemos anticipar que en los próximos años no se producirá una aceleración, de manera que no debería convertirse en un factor que dificulte el ajuste de la inflación.

Todo ello hace pensar que es difícil que en los próximos meses se vuelva a producir un repunte muy significativo de la inflación. En función de cómo evolucione el precio de la energía y de cuándo se retiren las medidas de apoyo del Gobierno, la inflación podría repuntar ligeramente por encima del 3%, pero es menos probable que se vuelva a superar la cota del 4% en los próximos trimestres.

Si se cumple este escenario, los hogares podrán seguir recuperando el poder adquisitivo que perdieron durante los últimos trimestres. En concreto, la renta bruta disponible por hogar en términos reales (esto es, descontando el efecto del aumento de precios), tras retroceder un 5,0% en 2022, es de esperar que este año ya anote una tasa de crecimiento positiva, que podría acercarse al 1,0%.

Otro aspecto destacable es la mejora de la competitividad de la economía española que está teniendo lugar gracias a las menores presiones inflacionistas. Desde enero de 2022, el aumento de precios acumulado en la eurozona ha sido 3 p. p. superior al que se ha registrado en España, un factor que está ayudando a la excelente evolución de las exportaciones españolas, como se detalla en el Focus «¿Son competitivas las exportaciones españolas?» de este mismo *Informe Mensual*.

Oriol Aspachs
Julio-agosto 2023



Cronología

JUNIO 2023

- 13 El Banco Popular de China baja tipos en 10 p. b.
- **15** El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 4,00%.

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.

MAYO 2023

- 3 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 5,00%-5 25%
- **4** El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,25% y el *refi* en el 3,75%.
- 5 La OMS declara el fin de la emergencia sanitaria mundial por la COVID-19.

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.

Agenda

JULIO 2023

- 3 Portugal: producción industrial (mayo).
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 11 España: cuentas financieras (1T).
- 14 España: rating Moody's.
- 17 China: PIB (2T).
- 20 Portugal: balanza de pagos (mayo).
- 21 Portugal: rating DBRS.
- 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 25 Portugal: encuesta sobre préstamos bancarios (2T).
- 25-26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 España: encuesta de población activa (2T). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. EE. UU.: PIB (2T).
- 28 España: avance del PIB (2T).
 España: avance del IPC (julio).
 Portugal: facturación del comercio minorista (junio).
 Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
- **31** España: ejecución presupuestaria del Estado (junio). Portugal: avance del PIB (2T).

Eurozona: PIB (2T).

Eurozona: avance del IPC (julio).

AGOSTO 2023

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 4 España: producción industrial (junio).
- 8 Portugal: cifra de negocios del sector servicios (junio).
- 9 Portugal: empleo (2T). Portugal: comercio internacional (junio).
- 15 Japón: PIB (2T).
- 17 España: comercio exterior (junio).
- 23 Portugal: deuda sector no financiero (junio).
- 25 España: créditos, depósitos y morosidad (junio).
- **30** España: avance del IPC (agosto). Eurozona: índice de sentimiento económico (agosto).
- 31 Portugal: desglose del PIB (2T). Eurozona: avance del IPC (agosto).



La última milla

Una vez cerrado el primer semestre del año con el ciclo de actividad superando obstáculos de muy diversa naturaleza y con importantes divergencias tanto sectoriales (mejor servicios que industria) como regionales (más debilidad en China y Europa), la sensación es que nos encontramos cerca de un punto de inflexión, a partir del cual se irán manifestando con más intensidad los efectos del endurecimiento monetario acumulado en el último año y medio (400 p. b. en la eurozona). Sobre todo, si se confirma esa última vuelta de tuerca que parece que están a punto de aplicar los principales bancos centrales del mundo, ante el riesgo de una mejora insuficiente en el núcleo tendencial de los precios en los próximos meses si no se termina de equilibrar la balanza entre márgenes empresariales y salarios.

Las subidas aplicadas tras una pausa de varios meses (Banco de Canadá y Banco de Australia), la intensificación del movimiento hacia el *terminal rate* (+50 p. b. del Banco de Inglaterra) y el endurecimiento de la comunicación (BCE y Fed) reflejan que las autoridades monetarias en estos momentos priorizan el objetivo de inflación frente a los de crecimiento y estabilidad financiera. La parte positiva es que la resistencia del ciclo de actividad y del sistema financiero al mayor endurecimiento monetario de las últimas décadas está siendo mayor de lo esperado, una vez sofocado el problema de los bancos regionales americanos.

La duda es durante cuánto tiempo será necesario mantener los tipos de interés en zona restrictiva y qué coste en términos de empleo y actividad habrá que pagar antes de ver señales concluyentes en la inflación. Todo dependerá de la evolución de los factores que han apoyado la actividad en los últimos trimestres: (i) ahorros acumulados en la pandemia, (ii) política fiscal expansiva, (iii) retardos en los efectos de la política monetaria, (iv) normalización de los cuellos de botella y (v) resistencia de los mercados laborales.

Los efectos positivos de los tres primeros factores se irán diluyendo en el tiempo, y difícilmente podrán ser compensados por las mejoras en la oferta agregada y por la solidez del mercado de trabajo. Como también acaba de recordarnos el BIS, una mayor coordinación entre política monetaria y fiscal facilitaría abordar la última milla en el camino hacia el objetivo del BCE y permitiría que la política económica vuelva a la zona de estabilidad.

En este contexto, los inversores han incrementado su apetito por el riesgo en las últimas semanas, con subidas en los mercados de renta variable y estabilidad en el mercado de bonos, pese a la revisión de las expectativas de los tipos de interés. El sentimiento del mercado es que los bancos centrales van a conseguir que la inflación retorne al 2% en los próximos 18 a 24 meses sin tener que provocar una recesión. Y, en todo caso, si el escenario se complica, los mercados anticipan un rápido cambio de tendencia en la política monetaria. Algo con lo que no parece que estén precisamente cómodos los bancos centrales.

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	3,50
Líbor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,00	3,50
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	3,50	2,60
Deuda pública 10 años	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	3,75	3,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,25	3,50
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,66	2,98
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,62	2,83
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,57	2,69
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,72	2,74
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	3,86	2,80
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,30	2,50
Deuda pública 10 años	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,80	2,60
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,15	2,82
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,23	2,99
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,90	3,60
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	3,35	3,07
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,40	3,20
Deuda pública 10 años	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,60
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	1,12	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	-2,8	6,3	3,4	2,8	3,0
Países desarrollados	2,7	1,4	-4,2	5,4	2,7	1,2	1,2
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	2,1	1,2	0,8
Eurozona	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,5	0,9	1,3
Alemania	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,9	0,2	1,1
Francia	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,6	0,7	1,0
Italia	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	1,1	1,0
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
España	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
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	4,1	0,4	0,6
Países emergentes y en desarrollo	6,5	4,9	-1,8	6,9	4,0	4,0	4,3
China	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,7	4,9
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	1,9
Rusia	7,2	1,3	-2,7	5,6	-2,1	-0,5	1,3
Turquía	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polonia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,7	6,6	4,8
Países desarrollados	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,6	2,4
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,2
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,6
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	6,0	2,9
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,0	2,4
Italia	2,4	1,4	-0,1	1,9	8,7	6,3	2,5
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
España	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
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	6,3	2,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	8,1	6,4
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	2,1
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	5,3	4,5
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rusia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	6,7	5,2
Turquía	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polonia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,3	12,8	6,9

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	0,6	2,0
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,5	2,9	-0,7	0,7	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	4,6	0,8	2,9
Bienes de equipo	4,9	0,1	-13,3	6,3	4,0	0,6	5,0
Construcción	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,7	0,7	1,7
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-0,2	-6,4	4,5	3,2	0,6	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	-19,9	14,4	14,4	5,1	1,6
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,9	2,2	1,9
Producto interior bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	1,8	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,6	12,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	2,6	2,6
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,6	0,8	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	0,3	-6,5	-10,1	-6,9	-4,8	-4,2	-3,4

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	5,0	8,2
Bienes de equipo	3,2	2,6	-5,4	13,9	5,8	-	-
Construcción	-1,5	-2,6	1,0	5,5	1,0	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,7	4,8	1,3	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	4,6	6,4
Producto interior bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	0,3	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	7,1	6,9
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	-0,4	-0,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	1,3	1,5
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,3	-0,1

Previsiones



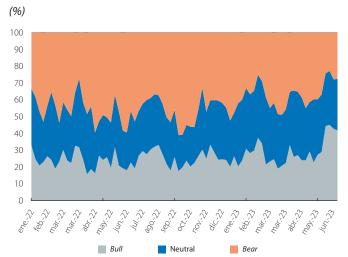
Mes positivo, aunque de «más a menos», en los mercados financieros

La inflación y la política monetaria retoman el centro de atención. Los mercados financieros recibieron el mes de junio con un mayor apetito por el riesgo, alentados por la resolución de la crisis del techo de deuda en EE. UU. y la continua estabilización de los episodios de estrés financiero de marzo-abril. El rally primaveral, sin embargo, se vio atenuado por las señales de persistencia en las presiones inflacionistas y por el endurecimiento del tono hawkish por parte de los principales bancos centrales, bajo un mantra de «tipos más elevados por más tiempo». La pérdida de vigor en los principales indicadores de sentimiento económico a finales del 2T 2023, junto a algunos sobresaltos en la esfera geopolítica, también provocaron temores de una posible recesión mundial entre los inversores. En los mercados financieros, el complejo panorama se reflejó en movimientos de ida y vuelta en los principales activos de riesgo, que, en balance, cierran el mes en positivo, aunque acortan notablemente las ganancias de las primeras semanas de junio.

¿Déjà vu? Los bancos centrales alertan de subidas de tipos adicionales... En sus reuniones de junio, los principales bancos centrales reiteraron la necesidad de mantener el sesgo restrictivo en la política monetaria bajo un escenario donde los tipos oficiales, si bien cada vez más cerca del techo, escalarían unas décimas adicionales y permanecerían elevados por un mayor periodo de tiempo. El mes arrancó con los inesperados aumentos de tipos en Canadá y Australia, cuyos bancos centrales habían decidido pausar el ciclo de subidas a inicios de este año. En EE. UU., la Reserva Federal mantuvo sin cambios los tipos oficiales en el rango 5,00%-5,25%, en línea con lo esperado, si bien sorprendió al señalar al menos dos subidas más en lo que resta de año (según lo reflejado en el dot plot). Los implícitos en los mercados monetarios cotizan una elevada probabilidad de dos subidas adicionales, mientras que se aplaza a inicios de 2024 el inicio de las bajadas. Por su parte, tal y como se esperaba, el BCE sí subió los tipos de interés en 25 p. b. y situó el *depo* y el *refi* en el 3,50% y 4,00%, respectivamente. Además, espoleado por la inercia en las presiones inflacionistas según la actualización de su cuadro macroeconómico, el BCE apuntó a un nuevo incremento de los tipos en julio, aunque bajo una estrategia de dependencia de los datos. Los mensajes más recientes de algunos miembros del BCE han puesto sobre la mesa la posibilidad de subidas adicionales en septiembre, un escenario que ya se cotiza en los implícitos monetarios.

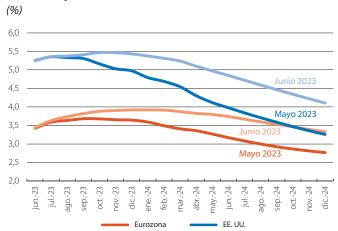
... con sus excepciones: Japón, China y otros emergentes. Otros bancos centrales en Europa también ajustaron al alza los tipos oficiales en junio: 50 p. b. en el Reino Unido y Noruega y 25 p. b. en Suiza y Suecia. El Banco de Japón se mantuvo como un caso atípico al dejar intacta su política de tipos negativos y la estrategia de control en la curva soberana. En el grupo de economías emergentes, hubo dos notables sorpresas. Por un lado, el banco central de Turquía anunció una subida en los tipos oficiales de 650 p. b., el primer ajuste al alza desde marzo de 2021 y que podría representar cierto retorno a una política monetaria más ortodoxa. En sentido contrario, el Banco Popular de China sorprendió con un recor-

EE. UU.: sentimiento de mercado



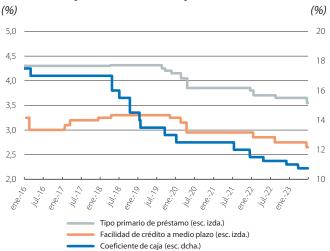
Nota: Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (bull), neutral o pesimista (bear). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



Nota: Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloombera.

Principales tipos de interés de China y el coeficiente de reservas para la banca mayorista



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

IM07

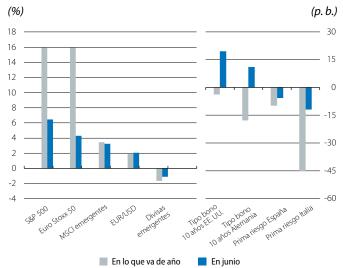
te de 10 p. b. en los tipos de referencia, el primer descenso desde mediados de 2022 y que podría significar el inicio de un conjunto de medidas de estímulo económico. El banco central de Hungría y el de Vietnam también anunciaron recortes en sus tipos oficiales, mientras que en otros países se dieron las primeras señales de posibles bajadas este año (Chile y Brasil).

Los tipos soberanos se mueven al compás de los anuncios monetarios. El ajuste en las expectativas de los inversores sobre la evolución de los tipos oficiales se transmitió en un ascenso en los tipos soberanos, un movimiento más marcado en los bonos de corta duración. Como resultado, las principales curvas soberanas ampliaron su inversión: en EE. UU., el diferencial en la rentabilidad del bono con vencimiento a 10 años frente al bono a 2 años alcanzó los -100 p. b., mínimo desde la década de 1980, mientras que en la curva alemana este diferencial se sitúo en los -80 p. b., el nivel más bajo desde 1992. Por su parte, los tipos interbancarios ascendieron en ambos lados del Atlántico y, en Europa, el euríbor a 12 meses superó el umbral del 4,0% por primera vez desde 2008. Entre tanto, las primas de riesgo de la deuda periférica europea extendieron el buen comportamiento, con descensos en torno a los 5 p. b. en junio tanto en España (hasta los 100 p. b.) como en Portugal (hasta los 70 p. b.), y a pesar de la confirmación de que el BCE dejará de invertir la totalidad de los vencimientos del APP. El menor diferencial en los tipos oficiales y el mayor apetito por el riesgo incidieron en una apreciación del euro frente al dólar, que cierra el mes cotizando cerca del umbral del 1,10.

Las bolsas internacionales retoman el movimiento alcista. En la renta variable, los índices bursátiles avanzaron en junio, si bien bajo un patrón de «más a menos» (el índice MSCI global avanzó un 6,0% en la primera quincena de junio para luego caer en 0,3% en la segunda quincena) y de forma desigual por países y sectores. Así, la bolsa en EE. UU. destacó en positivo (6,5% en junio y 15,9% desde el inicio de año para el S&P 500) y acortó el diferencial que se había registrado frente a los índices europeos (4,3% en junio y 16,0% desde el inicio de año para el Euro Stoxx 50). A nivel sectorial, la perspectiva de un escenario de tipos más elevados benefició el desempeño del sector bancario, al tiempo que el sector tecnológico atenuó su ritmo de avance, pero se mantuvo a la cabeza del repunte bursátil en lo que va de año. Los mercados emergentes, por su parte, se beneficiaron del mayor apetito por el riesgo, en especial en los países latinoamericanos.

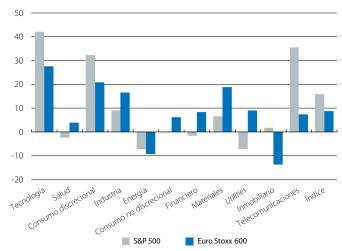
Materias primas: el foco se mantiene en la demanda. Como ya venía siendo la tendencia en los últimos meses, el precio del petróleo se mantuvo fluctuando en el rango 70-80 dólares por barril para el Brent. Y es que, ni siquiera el anuncio inesperado de recortes de producción de Arabia Saudí (1 millón de barriles diarios extras en julio) ni el revuelo militar en Rusia fueron factores suficientes para socavar los temores entre los inversores sobre un enfriamiento en la demanda. El tono débil en los datos económicos chinos también ejerció presión a la baja en la cotización de los metales industriales. Por su parte, las temperaturas más elevadas en el hemisferio norte junto a ciertas disrupciones de oferta en algunos países productores incidieron en un repunte en los precios del gas natural (el TTF holandés llegó a cotizar en los 40 €/MWh), aunque en niveles sustancialmente inferiores a lo cotizado hace un año.

Variación de variables financieras seleccionadas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg

Variación en sectores S&P 500 y Stoxx Europe 600 (%, variación desde inicio de año)



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

Precios del gas natural y del petróleo



Notas: Gas natural TTF y petróleo Brent. Los puntos señalan precios de los contratos futuros de gas

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



La política monetaria ha hecho (¿todos?) los deberes

Durante los dos últimos años, la inflación y los tipos de interés han trascendido los debates especializados sobre economía y se han puesto en boca de buena parte de la sociedad. Una muestra de ello es el número de búsquedas en Google de los términos «inflation» e «interest rates», con máximos históricos en junio de 2022 y marzo de 2023, respectivamente. Y no es casualidad que sigan esta secuencia, pues los bancos centrales han subido los tipos de interés como respuesta al repunte de la inflación. En este artículo, trataremos de aterrizar lo ocurrido en las economías avanzadas en cuanto a inflación y tipos de interés, con la perspectiva que da el tiempo, y apuntar a la probable dirección para los siguientes meses.

Lo sucedido hasta junio de 2023

El episodio inflacionista iniciado en 2021 ha sido de carácter global, con matices idiosincráticos, pero con elementos comunes en las principales economías avanzadas. Primero, el fin de los confinamientos para evitar el contagio de la COVID tuvo dos efectos en la inflación: por un lado, los hogares contaban con un ahorro acumulado que, en la reapertura, provocó un aumento de la demanda de bienes y servicios. Por otro lado, se observó un cambio en los patrones de consumo con un sesgo hacia los bienes duraderos que, junto con el lastre de la pandemia sobre las cadenas de distribución globales, provocó cuellos de botella y tensionó el precio de los productos (por ejemplo, a través de un aumento en el precio de los contenedores en las rutas marítimas). Segundo, el estallido de la guerra en Ucrania provocó un repunte del precio de los alimentos, el gas y el petróleo, productos clave tanto en el origen de la cadena de formación de precios como en la cesta de consumo final. Tercero, estas dinámicas se trasladaron también a otros commodities globales, como los materiales industriales. Y, por último, la fortaleza de los mercados laborales: la tasa de paro se ha llegado a situar en mínimos de los últimos 54 años en EE. UU. y en mínimos históricos en la eurozona. Ello ha permitido que los salarios evolucionen de forma dinámica, limitando algo la pérdida de poder adquisitivo pero suponiendo a su vez un aumento de los costes de las empresas, aunque con un impacto cuantitativamente moderado en los precios de la cesta de consumo.

En este contexto, y con el fin de mantener las expectativas de inflación debidamente ancladas, los bancos centrales empezaron a subir los tipos de interés, con más o menos anticipación (en octubre de 2021 en Nueva Zelanda o en julio de 2022 en la eurozona). Así, todos excepto el Banco de Japón han llevado la política monetaria claramente en el terreno restrictivo para tratar de contener la inflación,

1. En las economías emergentes, las subidas de tipos se iniciaron algo antes que en las avanzadas y han sido, en general, más agresivas.

Mundo: búsquedas en Google de inflación y tipos de interés

Índice (100 = máximo)

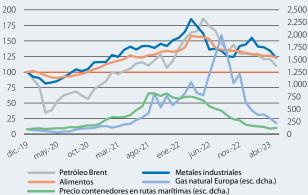


Notas: Los números reflejan el interés de búsqueda en relación con el valor máximo. Un valor de 100 indica la popularidad máxima del término, mientras que 50 indica que un término es la mitad de popular en relación con el valor máximo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Google Trends.

Precio de distintos commodities y servicios globales





Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, de la Food and Agriculture Organization y de Freightos.

enfriar el mercado laboral y, en algunos casos, controlar la exuberancia de algunos mercados inmobiliarios.²

A finales de 2022, buena parte de los bancos centrales ya veían más cerca el techo de la subida de tipos de interés y fueron ajustando la velocidad a la cual lo querían alcanzar. Así, por ejemplo, Fed y BCE dejaron de subir los tipos de interés de 75 p. b. en 75 p. b. o de 50 p. b. en 50 p. b. para hacerlo de 25 p. b. en 25 p. b. y, como ocurriese el pasado junio en el caso de la Fed, hasta incluso poder parar de subir tipos en alguna reunión. Además, como se puede ver en el cuarto gráfico, lo que ha ocurrido en 2023 hasta junio ha sido, en líneas generales, lo esperado por el consenso de analistas y por los inversores (la diferencia entre el punto naranja y la barra gris es pequeña en casi todas las regiones).

2. Véase el Focus «Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte I)» en el IMO4/2023.



Lo que puede suceder en adelante

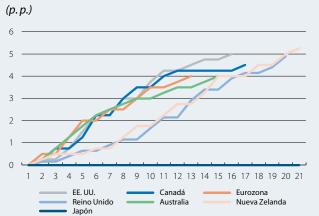
En los últimos meses, hemos podido observar una moderación de los principales causantes de la elevada inflación, también visibles en el segundo gráfico. Por un lado, los precios energéticos, los costes de los contenedores y el precio de diversos materiales se han normalizado, e incluso el precio de los alimentos está dando signos de moderación. Por el otro, el ahorro embalsado se está agotando. En EE. UU., las últimas estimaciones de la Reserva Federal de San Francisco apuntan a que solamente quedarían unos 500.000 millones de dólares ahorrados (un 2,1% del PIB), no necesariamente distribuidos de forma homogénea entre los hogares.³ Por último, y aunque a velocidad dispar, las señales desinflacionistas están sacando la cabeza en el conjunto de la cesta.⁴

En este contexto de moderación de la inflación pero de resiliencia en el crecimiento económico y en los mercados laborales, los bancos centrales todavía muestran una retórica agresiva: no quieren dar la lucha contra la inflación terminada antes de tiempo. Es sabido que la política monetaria afecta a la actividad económica, y más todavía a la inflación, con cierto rezago, por lo que calibrar exactamente qué nivel de tipos de interés hoy es el adecuado para un enfriamiento suficiente de la economía que empuje a la baja a la inflación es una tarea muy compleja. Hay demasiada incertidumbre como para asegurar qué nivel de tipos de interés son necesarios para devolver la inflación al objetivo del 2% sin pasarse de frenada. Sin embargo, frente a estas consideraciones, los bancos centrales se encuentran con una resistencia de los indicadores económicos que invita a continuar subiendo los tipos de interés. En esta disyuntiva, la nueva estrategia de política monetaria parece seguir pasando por nuevas subidas, pero que serían pocas y a un ritmo gradual, tal y como esperan los mercados financieros (se puede observar en la pequeña diferencia entre el punto naranja y el punto azul del cuarto gráfico en cada región).

Así, pensamos que los tipos de interés oficiales de los bancos centrales todavía tienen algo de recorrido al alza, y con altísima probabilidad tanto la Fed como el BCE volverán a incrementar los tipos este julio, aunque el final del ciclo de subidas de tipos debería estar cerca.

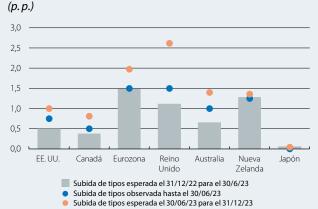
Dicho esto, más allá de entrar en los detalles sobre si en la Fed o el BCE quedan 25 p. b. o 50 p. b. por subir los tipos de interés, lo que sí parece bastante claro por el tono de los bancos centrales es que el entorno de tipos de interés restrictivos se mantendrá por un buen tiempo. Dicho de otro modo, aunque la Reserva Federal no subiese más los tipos de interés (e incluso si los empezase a recortar gradual-

El ciclo de subidas de los tipos de interés de distintos bancos centrales



Notas: En el eje horizontal, mostramos los meses transcurridos desde la primera subida de este ciclo. En el eje vertical, los p. p. en los que han aumentado los tipos de interés oficiales desde entonces. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Las subidas de tipos oficiales en 2023, realizadas y esperadas en distintos momentos



Nota: Las expectativas están medidas con los tipos de interés implícitos de los tipos overnight en cada región.

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

mente en el 4T), los tipos de interés se situarían en niveles restrictivos durante buena parte de 2024. A modo ilustrativo, nuestras previsiones contemplan unos tipos de interés de la Reserva Federal (rango superior del intervalo objetivo) y del BCE (depo) en el 3,50% y en el 3,00% a finales de 2024, respectivamente. Esta postura, de una política monetaria sostenidamente restrictiva y, además, apoyada por la reducción del balance de los bancos centrales, debería ser suficiente para moderar el crecimiento económico, enfriar los mercados laborales y acabar de llevar la inflación hasta el objetivo del 2%, especialmente cuando la evidencia muestra que los efectos macroeconómicos de la política monetaria aparecen con rezago (hay que tener en cuenta que el endurecimiento realizado en el último año ha sido intenso) y distintos indicadores referentes a las fases intermedias (como las condiciones crediticias) muestran que la transmisión de la política monetaria está funcionando.

Ricard Murillo Gili

^{3.} Abdelrahman, H. y Oliveira, L. E. (2023). «The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings». Economic Letter. Reserva Federal de San Francisco.

^{4.} Véase el Focus «Inflación europea: ¿principio del fin o fin del principio?» en este mismo informe, para más detalle sobre estas presiones desinflacionistas, con énfasis en la eurozona.



Tipos de interés (%)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanua (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,00	3,75	25	150,0	400,0
Euríbor 3 meses	3,58	3,46	11	144,5	375,3
Euríbor 12 meses	4,13	3,94	20	84,3	317,3
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,59	3,17	42	98,9	320,5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,20	2,72	48	43,2	268,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,39	2,28	11	-17,9	116,0
Deuda pública a 10 años (España)	3,39	3,33	5	-27,8	111,1
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,13	3,02	10	-46,1	85,5
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,25	5,25	0	75,0	350,0
Líbor 3 meses	5,55	5,52	3	77,8	325,3
Líbor 12 meses	6,04	5,72	33	55,9	247,7
Deuda pública a 1 año	5,39	5,17	17 22 70,5		273,2
Deuda pública a 2 años	4,90	4,40	49	47,0	206,3
Deuda pública a 10 años	3,84	3,64	19	-3,8	95,6

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	82	-7	-16,2	-45,9
Itraxx Financiero Sénior	85	93	-8	-14,0	-46,6
Itraxx Financiero Subordinado	160	173	-13	-12,1	-91,4

Tipos de cambio

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,091	1,069	2,1	1,9	4,8
EUR/JPY (yenes por euro)	157,440	148,950	5,7	12,1	11,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,859	0,0	-2,9	-0,3
USD/JPY (yenes por dólar)	144,310	139,340	3,6	10,1	6,7

Materias primas

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	547,8	541,5	1,2	-1,3	-7,1
Brent (\$/barril)	74,9	72,7	3,1	-12,8	-40,0
Oro (\$/onza)	1.919,4	1.962,7	-2,2	5,2	6,0

Renta variable

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.450,4	4.179,8	6,5	15,9	16,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.399,1	4.218,0	4,3	16,0	27,6
Ibex 35 (España)	9.593,0	9.050,2	6,0	16,6	17,3
PSI 20 (Portugal)	5.920,3	5.729,4	3,3	3,4	-2,2
Nikkei 225 (Japón)	33.189,0	30.887,9	7,5	27,2	28,0
MSCI emergentes	989,5	958,5	3,2	3,5	-0,3

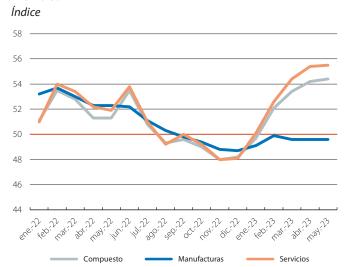
Oscilación térmica en la economía internacional

Actividad e inflación, a distintas temperaturas. La economía mundial cerró el primer semestre de 2023 con tres grandes dinámicas. En primer lugar, la actividad económica se mantuvo resiliente frente a las perspectivas sombrías que se habían barajado a finales de 2022, apoyada por unos mercados laborales robustos, la distensión de la crisis energética, la normalización de los cuellos de botella, la recuperación de la confianza, la reapertura de China y el dinamismo de los servicios (que sigue más que compensando la debilidad de las manufacturas). En segundo lugar, la inflación se vino reduciendo sostenidamente en todas las grandes economías internacionales, desde EE. UU. a China, pasando por Japón, Rusia, la eurozona, Brasil, etc. y hasta en Turquía. Sin embargo, gran parte del descenso refleja la corrección de la inflación energética, mientras que las presiones de precios subyacentes están aflojando de manera más gradual. En tercer lugar, las condiciones financieras siguieron endureciéndose, tanto por nuevas subidas de los bancos centrales como por la transmisión de los incrementos de tipos pasados. Con todo, estas dinámicas han modulado su tono en los últimos meses. Así, los indicadores más recientes sugieren un mayor enfriamiento de la actividad, mientras que el tensionamiento de la política monetaria, que debía estar a punto de tocar techo, parece querer tener algo más de recorrido.

Señales de enfriamiento en la actividad mundial. Entre los tres grandes gigantes de la economía global, ya hace trimestres que se proyecta un enfriamiento del crecimiento económico en EE. UU. y la eurozona, fruto de unas políticas monetarias restrictivas (para luchar contra la inflación), pero, también, por la vuelta definitiva a la normalidad tras un 2022 en el que todavía colearon algunos efectos de la COVID-19 sobre las cifras del PIB. Frente a estas dos economías avanzadas, China aceleró con fuerza en los primeros compases del año, espoleada por el abandono de la política COVID cero. Sin embargo, distintos indicadores sugieren que este rebote inicial ha perdido fuelle en los últimos meses. En junio, el PMI compuesto oficial se desaceleró hasta los 52,3 puntos (-0,6 puntos respecto a mayo), con un PMI manufacturero en zona contractiva y una ralentización en los servicios (de 54,5 puntos en mayo a 53,2 en junio). Esta pérdida de ímpetu no comprometerá el objetivo de PIB de las autoridades (un «alrededor del 5%» que se antoja conservador gracias a los efectos base), aunque han empezado a anunciar medidas de apoyo, como los primeros recortes de tipos del PBoC en 10 meses.

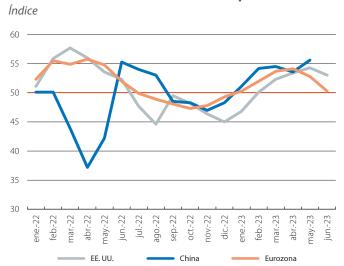
La actividad estadounidense resiste al entorno de elevados tipos de interés. Los indicadores de confianza siguieron en terreno claramente expansivo en junio (PMI compuesto en los 53 puntos y confianza del consumidor en su mayor nivel desde enero de 2022), mientras que el mercado laboral mantuvo una fortaleza notable y un crecimiento salarial sólido (+6,0% interanual en mayo, según el indicador de la Fed de Atlanta), si bien las peticiones iniciales de desempleo se acercaron a las 260.000 semanales en el promedio del mes (una cifra baja, pero que supone el peor registro desde otoño de 2021). Por otra parte, el sector inmobiliario dio nuevas señales positivas con un repunte del 12,2% intermensual en las ventas de nuevas viviendas. En conjunto, los datos del 2T apuntan a un avance intertrimestral del PIB del 0,4%, que supondría una desaceleración leve respecto al 0,5% del 1T (revisado al alza tras una estimación preliminar del 0,3%).

Mundo: PMI



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

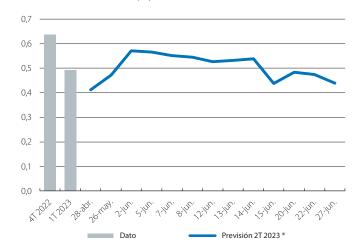
Economías internacionales: PMI compuesto



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

EE. UU.: PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Proyección del modelo GDPNow de la Fed de Atlanta. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Atlanta y de la BEA.

EE. UU. alcanza la menor inflación desde marzo de 2021. La

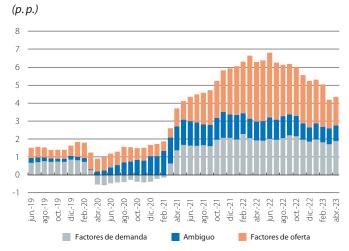
inflación general mantuvo su tendencia de moderación en mayo y se desaceleró hasta el 4,0% interanual (datos del IPC), 9 décimas menos que el mes anterior gracias, sobre todo, a un fuerte descenso de los precios energéticos (–3,6% intermensual). Los otros componentes de la cesta tuvieron un comportamiento similar al del mes anterior: confirman las presiones desinflacionistas con respecto a lo observado en 2022 pero se mantienen en cotas elevadas, con cierta persistencia en la inflación núcleo (que excluye alimentos y energía), que cayó 2 décimas hasta el 5,3% interanual. Con todo, algunos componentes subyacentes mandaron señales positivas. En particular, la inflación de los servicios sin la vivienda, un indicador muy monitorizado por la Fed, descendió hasta el 2,9% (dato promedio de tres meses de la inflación intermensual desestacionalizada anualizada), muy por debajo del 6,5% de 2022.

La eurozona, de «más a menos» y con disparidades. Por un lado, la industria mantiene una situación de debilidad, con una producción industrial que apenas anotó un +0,2% interanual en abril y unos PMI manufactureros sostenidamente en zona contractiva (44,7 puntos en el promedio del 2T y 43,6 en junio). Así, los servicios (PMI en los 54,6 puntos en el promedio del trimestre, aunque bajando hasta los 52,4 en junio) y el mercado laboral (con una tasa de paro del 6,5% en mayo, mínimo histórico) continúan como principal sostén de la actividad. Por otro lado, también se observa un contraste entre la resiliencia de las economías de la periferia y la debilidad del núcleo. En concreto, las revisiones estadísticas del PIB del 1T confirmaron una Alemania en recesión técnica (-0,3% intertrimestral en el 1T 2023 y -0,5% en el 4T 2022). Sumado a la volatilidad de Irlanda (-4,6% intertrimestral) y la contracción de los Países Bajos (-0,7%), todo ello arrastró al conjunto de la eurozona (-0,1% intertrimestral tras una estimación inicial del +0,1%) a pesar del dinamismo de España (+0,5%) e Italia (+0,6%) y un avance moderado en Francia (+0,2%). Con todo, a lo largo del 2T las disparidades se han ido resolviendo a la baja, con un deterioro generalizado de los índices de confianza, tanto entre países como sectores, de modo que el PMI compuesto del conjunto de la eurozona pasó de unos 54,1 puntos en abril a un tímido 50,3 en junio, rozando la frontera entre la expansión y la contracción económica. Estas cautelas también se reflejaron en una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para Alemania (el Bundesbank anticipa un -0,3% para el PIB de 2023), aunque los últimos datos sugieren cierta recuperación en el 2T.

La inflación europea desciende sin darse demasiadas prisas.

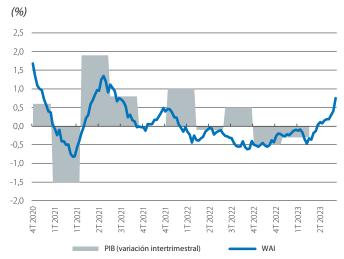
En junio, la inflación general del conjunto de la eurozona disminuyó hasta el 5,5% interanual (-0,6 p. p. respecto a mayo), mientras que, tras dos meses de moderación, la inflación núcleo repuntó 1 décima hasta el 5,4% interanual. Energía, alimentos y bienes industriales contribuyeron a la desinflación, pero los precios de los servicios volvieron a acelerarse. Con todo, este crecimiento interanual de los servicios se vio distorsionado por un efecto base de Alemania (relacionado con fuertes descuentos al transporte en 2022) y cabe esperar que la inflación núcleo retome una corrección gradual en los próximos meses. De hecho, una medida de la inflación no afectada por estos efectos base apunta a inflaciones claramente inferiores, aunque todavía elevadas (en concreto, el llamado momentum, es decir, la variación del IPCA promedio de tres meses sobre el promedio de los tres meses inmediatamente anteriores, debidamente anualizada y desestacionalizada, apunta a una general del 3,8% y una núcleo del 4,3% en junio).

EE. UU.: contribución a la inflación PCE



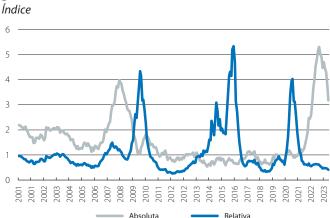
Notas: Contribuciones a la inflación interanual del PCE. Los factores de demanda y oferta se identifican a partir del comovimiento entre precios y cantidades de los componentes del PCE. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de San Francisco.

Alemania: actividad económica



Nota: WAI es el indicador de actividad (económica) semanal elaborado por el Bundesbank. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Bundesbank y de Eurostat.

Eurozona: dispersión entre países de la inflación general



Nota: La dispersión absoluta se corresponde a la desviación estándar entre países; la dispersión relativa se calcula dividiendo la anterior por la media móvil de 6 meses de la inflación del conjunto de la eurozona. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.



¿Qué está pasando con la industria en el mundo?

Desde comienzos de año, diversos indicadores muestran una clara divergencia entre la actividad del sector manufacturero y el sector servicios. De hecho, según los índices PMI globales, la actividad manufacturera se está enfriando desde inicios del pasado año (y se encuentra ya estancada o en retroceso en algunos países), mientras que el sector servicios ha mostrado una notable recuperación.

Parte de esta divergencia entre manufacturas y servicios responde a su diferente naturaleza cíclica. El consumo de bienes duraderos y la producción manufacturera son muy cíclicos y sensibles a cambios en las condiciones monetarias. Por tanto, es lógico pensar que el notable tensionamiento experimentado por las condiciones monetarias globales desde comienzos de 2022 ha terminado enfriando la actividad en el sector industrial. Sin embargo, existen otros motivos que explican que la discrepancia sectorial actual se encuentre en máximos desde la crisis financiera de 2008.

Las consecuencias de la pandemia siguen coleando

La irrupción de la COVID y las medidas de confinamiento adoptadas provocaron una perturbación sin precedentes en las cadenas de distribución globales. Mientras estas comenzaban, lentamente, a reactivarse, las empresas comenzaron a acumular inventarios por «precaución». Pero, además, a medida que se levantaban las restricciones, los consumidores reorientaban su gasto a servicios, a costa del gasto en bienes, en especial, duraderos. Estos dos elementos explican que el sector industrial se encuentre con unos niveles de inventarios muy elevados que limitan el avance de su producción. De hecho, cuanto mayor haya sido el nivel de inventarios alcanzado, más débil es el desempeño de la nueva producción en la industria. Esta relación se ve claramente analizando las encuestas PMI en las que se pone de manifiesto que el problema de los inventarios es especialmente acusado en los países de la eurozona. Además, el elevado apetito que sigue habiendo por los servicios a escala global no permite anticipar un repunte sustancial y sostenido de la actividad industrial en los próximos meses.

China: ¿arrastre o lastre?

Las esperanzas de que la reapertura de China fuera el catalizador para la economía global en general, y la actividad industrial en particular, se están viendo defraudadas. El buen arranque de año de la economía china, tras el final de tres años de políticas de COVID cero, ha dado paso a una fase de apatía: en lo que va de año, su producción industrial ha crecido solo un 4% (9% en media entre 2010 y 2019) y las importaciones retrocedieron un 7%. Los países más afectados por la debilidad de las importaciones chinas son los que presentan unos vínculos comerciales más estrechos, entre los que destacan Corea del Sur, Japón, Taiwán y países ASEAN, que, en conjunto, suponen casi un tercio de las importaciones chinas, así como la UE con un 14%, EE. UU. con un 8% y Australia con un 7%.

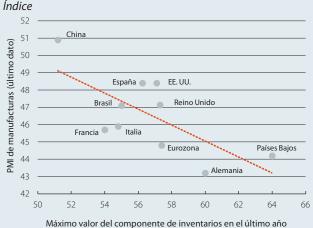
Pero, además, el patrón de crecimiento de la economía china está siendo muy distinto al mostrado en otras fases de

Global: PMI Indice



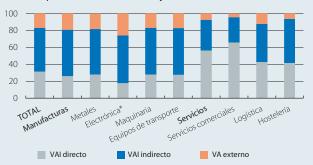
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit, vía Refinitiv.

PMI de manufacturas: inventarios vs. producción



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

China: descomposición de la producción bruta (% de la producción bruta total y sectorial)



Notas: La producción bruta total y en cada sector es la suma del valor añadido interno (VAI) directo, originado directamente en el sector final de producción, del VAI indirecto, originado en otros sectores del mismo país y luego incorporado al producto final, y del valor añadido externo, generado en el exterior e incorporado en las importaciones. El cálculo del VAI indirecto incluye también el denominado VAI reimportado (esto es, productos o servicios generados originalmente en el mismo país, exportados y luego reimportados como parte de algún producto o servicio intermedio e incorporado al producto final en el sector de destino).

* El sector de la electrónica incluye computadores, electrónica y productos eléctricos Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE. recuperación: el motor en esta recuperación es el consumo privado,¹ en particular en servicios, que tiene una menor capacidad de «arrastre» sobre otros sectores internos y sobre la economía internacional. En el tercer gráfico, descomponemos la producción bruta de la economía china entre (i) el valor añadido interno (VAI) generado directamente por un sector (VAI directo); (ii) el VAI que un determinado sector genera indirectamente en otros sectores del propio país (VAI indirecto), y (iii) el VA que se genera en el exterior y es importado por China (VA externo). Es decir, tanto el VAI indirecto como el VA externo nos dan una señal de la capacidad del «efecto arrastre» interno y externo, respectivamente, de cada sector en concreto.

Vemos que el sector manufacturero tiene un importante efecto arrastre externo (en particular, en las industrias cuyas cadenas de valor están más integradas a nivel global, como la electrónica). Por otro lado, los servicios (en particular, servicios de carácter presencial, como la hostelería) presentan un efecto arrastre externo muy menor, lo que explica por qué el actual patrón de recuperación de la economía china no está «tirando» de la economía mundial.

De hecho, los datos apuntan en este sentido. Por ejemplo, el crecimiento de las exportaciones de la UE a China en lo que va de año es solo del 2,0%, frente a tasas en torno al 10% registradas entre 2010 y 2019. Además, es destacable la debilidad del sector de maquinaria y equipos de transporte,² que representa el 50% de las exportaciones europeas totales a China y han caído un 8% este año (al resto del mundo crecieron un 15%).³

La industria europea se enfrenta a sus propios desafíos

La crisis energética desatada por la guerra en Ucrania está afectando especialmente a la industria en Europa. En su estrategia para minimizar el impacto del sustancial encarecimiento de la energía durante el pasado año y desvincular el continente del suministro de gas ruso, la UE propuso un plan para reducir en al menos un 15% el consumo de gas, vigente desde agosto de 2022 hasta el 31 de marzo de 2024. Este objetivo se ha venido cumpliendo y ha ayudado a que el nivel de inventarios se encuentre en máximos para la época. Según datos de Eurostat, desde agosto de 2022 el consumo de gas en Europa es casi un 18% inferior a la media de igual periodo de los cinco años previos. Este ajuste, que se ha llevado a cabo gracias al esfuerzo tanto de hogares como de la industria, tiene también reflejo en el comportamiento de la actividad manufacturera.

- 1. Se estima que el consumo privado ha contribuido 3 p. p. al crecimiento del 4,5% del 1T 2023 (frente a 1,6 p. p. de la inversión y -0,1 p. p. del comercio exterior), mientras que en periodos de recuperación anteriores el «trabajo pesado» recayó en la inversión, como, por ejemplo, tras la crisis financiera del 2008, cuando en 2009-2010 China registró un crecimiento medio del 10% y una contribución media de la inversión superior a los 6 p. p.
- 2. Bajo la definición utilizada por el Eurostat (SITC Rev. 3), la gama de productos bajo el sector de maquinaria y equipos de transporte es extensa e incluye la gran mayoría de productos de alta tecnología. Entre otros, maquinaria industrial, telecomunicaciones, productos eléctricos y electrónica, así como equipos de transporte.
- 3. Utilizamos datos mensuales de exportaciones de Eurostat a nivel agregado y sectorial. Último dato disponible: abril de 2023. Además, en el caso de China, hay que recordar el efecto base «favorable», relacionado con la ola de confinamientos sufrida en el país entre febrero y mayo de 2022.

Eurozona: producción de manufacturas y de los sectores intensivos en energía

Variación acumulada desde el inicio de la guerra en Ucrania (%)



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

De hecho, los sectores que se han visto más afectados son aquellos más intensivos en el uso de energía: papelero, químico, metales básicos y minerales no metálicos (incluye cemento y hormigón) que demandan el 65% del total de gas y el 54% de la electricidad consumida por el total de la industria en la UE. Además, Alemania e Italia eran las economías más expuestas al gas ruso (en 2021, el gas ruso suponía más del 60% y del 40%, respectivamente, del total del gas importado), lo que explica que el castigo sufrido por sus sectores intensivos en energía sea superior a la media de la eurozona. Aunque las perspectivas para el escenario energético han mejorado en los últimos meses, la industria europea afronta retos importantes en pleno proceso de desvinculación de Rusia, así como de la descarbonización de la economía.⁴

Un entorno exigente para la industria

La debilidad de la industria mundial es consecuencia de varios factores y no es fácil que a corto plazo asistamos a un cambio de tendencia sostenido. Los consumidores siguen priorizando el gasto en servicios en detrimento del consumo de bienes duraderos, tal y como declaran en diferentes encuestas de confianza. Parte de esta menor demanda de bienes de consumo duradero viene condicionada por la persistencia de unas condiciones monetarias que seguirán tensionadas, lo que seguirá pesando sobre la producción manufacturera. Además, aunque China vuelva a reorientar su patrón de crecimiento, se espera que en los próximos años crezca por debajo del 5,0%, frente a un 8% en media de la década previa a la pandemia, por lo que su efecto arrastre sobre la industria mundial también será menor. A todos estos factores hay que añadir los cambios estructurales que supondrán las nuevas tendencias de desglobalización –que llevarán a minimizar riesgos geopolíticos en las cadenas de valor, deslocalizando partes de estas a países geográfica o políticamente más cercanos-, a las cuales seguramente dedicaremos otros artículos en el futuro.

Luís Pinheiro de Matos y Rita Sánchez Soliva

4. Véase Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. y Zachmann, G. (2023). «Adjusting to the energy shock: the right policies for European industry». Policy Brief 11/2023. Bruegel.



Inflación europea: ¿principio del fin o fin del principio?

La inflación de la eurozona viene disminuyendo sostenidamente (–5 p. p. desde que tocara techo el pasado otoño) por una razón clara: la energía. La presión de los precios energéticos se ha desvanecido a una intensidad y velocidad proporcionales al empuje que ejercieron en 2022. Ahora la duda es si la inflación seguirá cayendo con fuerza hacia el 2% o si, como si de un velero se tratara, una vez arrastrada a motor fuera del puerto encontrará nuevas corrientes de aire que la empujen.

La desinflación reciente

La analogía entre inflación y navegación a vela no es gratuita. Como muestra el primer gráfico, en su inicio, la inflación era esencialmente cosa de la energía: responsable de un 50% de la inflación total, la energía ejerció un fuerte arrastre en 2021 y 2022. En 2023, su contribución directa ha caído a cero, pero deja tras de sí una mayor inflación en el resto de la cesta: alimentos, bienes y servicios.

La mayor inflación de estos componentes es, en buena parte, un efecto indirecto de los costes energéticos en la producción de alimentos, bienes y servicios. Además, alimentos y bienes industriales han sufrido sus propias tensiones (guerra en Ucrania y cuellos de botella globales), que retroalimentan al resto de precios. Con la distensión de los precios de energía y alimentos en los mercados internacionales y la plena normalización de los cuellos de botella (desde hace ya meses), todos estos efectos indirectos también se están desvaneciendo. De hecho, la desinflación ya se ve en los últimos datos. En mayo, disminuyó la inflación de todos los grandes componentes del IPCA de la eurozona (con una sincronía que no se veía desde 2013 y que prácticamente tuvo continuidad en junio). Asimismo, las lecturas más «a tiempo real» muestran una inflación más cerca del 3%-4% que del 5%-6% que enseñan las variaciones interanuales (véase el segundo gráfico).¹

Hay toda una batería adicional de precios que da confianza en esta moderación de la inflación. Los precios al consumo, capturados por el IPC, son el resultado final de una cadena de formación de precios. Los indicadores disponibles a lo largo de esta cadena se están moviendo prácticamente en una dirección única: desde las intenciones de fijación de precios de las propias empresas (véase el tercer gráfico) hasta los precios industriales de producción y los precios de los alimentos a pie de granja (véase el cuarto gráfico), se está consolidando una desinflación generalizada por sectores.

Así, y en la medida que sigan la distensión energética y alimentaria y el buen funcionamiento de la cadena global de suministros, los vientos de la inflación se irán acotando

1. En términos interanuales, la inflación refleja no solo el crecimiento de los precios en el último mes, sino también el de los 11 meses anteriores. En cambio, la inflación intertrimestral o intermensual (debidamente desestacionalizada y anualizada) ofrece una señal más reciente (si bien también más volátil).

Eurozona: contribución a la inflación general (p. p.)



Nota: * Variación interanual. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: inercia de la inflación *



Nota: * La inercia se define como la variación anualizada del IPCA promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (con datos desestacionalizados). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Eurozona: intenciones de precios de venta según encuestas a empresas

Balance(%)*



Nota: * Diferencia entre el número de empresas que tienen la expectativa de «incrementos» de precios y las que tienen la expectativa de «reducción» de precios. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

hacia otra corriente: el empuje de los márgenes y salarios, en su esfuerzo por mitigar la pérdida de poder adquisitivo que la inflación pasada ha impuesto sobre empresas y familias. Por su mayor intensidad en el factor trabajo, los servicios del IPC pueden ser más sensibles a estas dinámicas salariales. Sin embargo, los servicios también sufren el efecto rezagado de las corrientes originales (energía, alimentos y cuellos de botella), como reflejan partidas como los servicios de transportes, los restaurantes y hoteles o los servicios de mantenimiento y reparación.² Al igual que el resto de la cesta, este tipo de servicios irán perdiendo fuelle.

Próximos pasos

En paralelo al desvanecimiento de las corrientes originales, en los próximos meses la desinflación se verá acompañada de volatilidad, efectos base y la nueva corriente de los márgenes y salarios. En primer lugar, no solo hay factores idiosincráticos que, puntualmente, generarán volatilidad (como las subvenciones al transporte en Alemania),³ sino que la retirada de las medidas fiscales contra la crisis energética tendrá un efecto base significativo sobre la inflación de la eurozona: +0,5 p. p. en 2024, según estimaciones del BCE.⁴

Asimismo, la economía china también puede jugar un papel. Por un lado, el abandono de la política COVID cero ayudará a evitar distorsiones en la cadena de suministros global como las que tensionaron los precios en 2021-2022. Por el otro, la fuerza de la reactivación inicial de la economía china hacía temer una presión sobre los precios internacionales de las materias primas, pero los últimos datos muestran una pérdida de empuje que, para la inflación europea, podría suponer un respiro adicional.

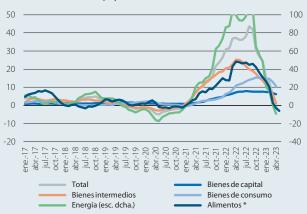
Por último, distintos estudios señalan el creciente papel de márgenes y salarios. Fara la política monetaria, un argumento que da cierta tranquilidad sobre el rol de los márgenes es que su defensa está limitada por la fortaleza de la demanda agregada –una demanda que tiene visos de enfriarse con el endurecimiento de las condiciones financieras—.

Respecto a los salarios, los datos disponibles sugieren que, lejos de una espiral, se enmarcan en crecimientos que mitigan la pérdida de poder adquisitivo. Por ejemplo, la remuneración por empleado avanzó un 5,2% interanual en el 1T 2023 y acumula un crecimiento del 10% desde el 4T 2020. Sin embargo, si lo ajustamos por la inflación, este avance se convierte en un retroceso acumulado del 5%. Para 2023, previsiones como las del BCE contemplan crecimientos salariales levemente superiores al 5%, con las que la remuneración por empleado real (ajustada por la inflación) seguiría un 3% por debajo de

- 2. Todos ellos con inflaciones alrededor del 8% en los últimos meses.
- 3. En concreto, entre junio y agosto de 2022, el Gobierno alemán lanzó un «billete a 9 euros» con el que se podría viajar en autobuses y trenes por toda Alemania. Entre junio y agosto de 2023, esta medida jugará en contra y se notará en el conjunto de la eurozona (Alemania pesa casi un 30% en la cesta del IPCA).
- 4. Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2023 del BCE.
- 5. Véase la reciente entrada en el blog del FMI (26/06/2023), Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains.

Eurozona: precios de producción

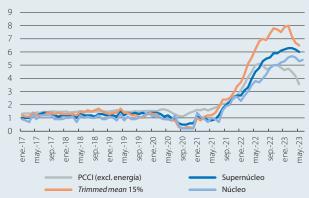
Variación interanual (%)



Nota: * Índice de precios a pie de granja recopilado por el BCE. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del BCE.

Eurozona: medidas de inflación subyacente

Variación interanual (%)



Nota: La inflación núcleo excluye energía y alimentos; la trimmed mean 15% excluye el 15% de componentes más volátiles; la supernúcleo solo incluye los componentes de la núcleo que son sensibles al ciclo económico (output gap), y la PCCI es el promedio de un componente común de baja frecuencia entre los países de la eurozona.

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

sus niveles preguerra de Ucrania. Además, indicadores más avanzados como el de Indeed.com sugieren que, más allá del rebote «mitigador» en los últimos meses, no hay una nueva aceleración salarial. Con estas cifras a un lado de la balanza, razonablemente acordes con la perspectiva de desinflación gradual, en el otro lado la política monetaria se encuentra con la incertidumbre sobre la evolución futura de los salarios –incertidumbre acentuada por los niveles de empleo en máximos y de desempleo en mínimos—. El futuro está por escribir, pero en EE. UU., donde el mercado laboral lleva tiempo claramente más tensionado y con crecimientos salariales algo más altos, los estudios sugieren que hasta la fecha la contribución de los salarios al crecimiento del IPC ha sido cuantitativamente modesta.⁶

6. Véase Shapiro, A. H., (2023), «How Much Do Labor Costs Drive Inflation?», FRBSF Economic Letter, y Bernanke, B. y Blanchard, O. (2023), «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?» Hutchins Center Working Paper n.º 86.



Sector inmobiliario chino: despacito y buena letra

Desde su liberalización en los años noventa hasta la notable corrección del sector en 2021, el mercado inmobiliario de China fue uno de los motores de la economía. Tras años de fuerte crecimiento, en 2016 la famosa frase de «la vivienda es para vivir, no para especular» empezó a inundar los titulares de la prensa y a reflejar la incipiente preocupación por la sostenibilidad del sector por parte de los responsables de la política económica. Así, tras un primer intento en 2017, en agosto de 2020 los reguladores intervinieron el mercado con las famosas «tres líneas rojas», políticas restrictivas que buscaban controlar el excesivo endeudamiento de las promotoras inmobiliarias.¹ Fue en el contexto de estas regulaciones que los elevados niveles de deuda que soportaban las principales promotoras terminaron desembocando en los problemas de Evergrande a mediados de 2021,² evento que desencadenó el contagio sobre otros promotores y dio paso a una fase de corrección en las transacciones y los precios de la vivienda.

Con el fin de enmendar la situación, a principios de 2022 los principales reguladores del país anunciaron un plan de acción para suavizar las medidas restrictivas tomadas en 2020 y aliviar la escasez de liquidez de los promotores que Pekín considera de «buena calidad». Llegados a este punto de la coyuntura, a continuación analizamos la evolución reciente del sector inmobiliario, con foco en el precio de la vivienda, las ventas y la salud financiera de los agentes involucrados.³

La corrección del sector inmobiliario

El índice de referencia para los precios del sector inmobiliario chino es el precio medio de la vivienda nueva en las

- 1. Estas incluyen un límite del 70% en la ratio de pasivos con respecto a activos, un límite del 100% en la ratio de apalancamiento neto y un coeficiente mínimo de 1 en la ratio de liquidez (con respecto a deuda de corto plazo). Dependiendo de cuántas «líneas rojas» no cumplan, los promotores se enfrentan a distintos límites al crecimiento de su deuda y, en el límite, pueden perder el acceso al crédito.
- 2. Evergrande es el mayor promotor inmobiliario de China y del mundo en términos de activos. Con un pasivo de más de 300.000 millones de dólares, en 2021 incurrió en el impago de sus bonos. Tras no hacer frente a sus obligaciones financieras, Evergrande incurrió en una situación de «insolvencia cruzada» (cross-default), en la que el incumplimiento con un solo acreedor basta para que otros puedan reclamar la devolución de sus préstamos. Sus acciones en Hong Kong fueron congeladas, y se estima que la empresa ha perdido alrededor de un 90% de su valor desde ese año. En los últimos años, los proveedores y acreedores han reclamado cientos de miles de millones de dólares en facturas pendientes.
- 3. Por un lado, las familias, debido a los elevados pagos iniciales a la hora de acceder a una hipoteca, han mantenido deudas hipotecarias relativamente bajas. Sin embargo, la deuda hipotecaria ha aumentado en los últimos años y las cifras oficiales no incluyen la parte de la deuda perteneciente al *shadow banking*. Por otro lado, la situación de las principales promotoras sigue presentando problemas de solvencia. Véase el Focus: «El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?» en el IM03/2022 para más información sobre la situación financiera, calificación crediticia y estructura de la deuda de las mayores promotoras chinas.

China: precio medio de la vivienda en las 70 ciudades más importantes

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional Estadístico de China.

70 principales ciudades de China. Este registró tasas de crecimiento extraordinarias durante el periodo entre 2016 y 2019, alcanzando un máximo superior al 11% en términos interanuales en el mes de abril de 2019. Desde entonces, los precios de vivienda nueva han sufrido una corrección, con tasas negativas durante la mayor parte de 2022 y tocando fondo en el mes de octubre, momento en el que empezaron a registrar una gradual recuperación. Así, según los últimos datos, el precio medio de las viviendas de nueva construcción aumentó tímidamente en mayo de 2023 (+0,1% interanual vs. –0,2 en abril y –0,8% en marzo), el primer incremento en los últimos 13 meses.

Sin embargo, las lecturas se han vuelto cada vez más dispares y han reflejado un comportamiento divergente del mercado inmobiliario entre los diferentes tipos de ciudades, clasificadas como nivel 1, nivel 2 y nivel 3 e inferior.⁴ Mientras los dos primeros ya presentan una evolución positiva de los precios con respecto a 2022, las ciudades del tercer nivel e inferiores siguen con caídas sustanciales en los precios. Lo mismo ocurre con los precios de las viviendas de segunda mano.

Por su parte, las ventas de viviendas empezaron a caer de forma generalizada a principios de 2022, aunque su ritmo de crecimiento ya se venía reduciendo desde mediados de 2021. La máxima contracción se alcanzó en mayo de 2022, con una caída de más del 34% interanual. Recientemente, y tras el abandono de las políticas COVID cero, el sector empezó a dar las primeras señales de recuperación, con un repunte de las compraventas el pasado mes de marzo. Tras un rebote inicial, principalmente empujado por la liberación de la demanda enjaulada por la COVID,

4. El nivel 1 comprende las cuatro ciudades más desarrolladas económicamente; el nivel 2, las 15 siguientes, y el nivel 3, el resto.

desde abril los indicadores se han atenuado, especialmente entre las ventas de viviendas iniciadas y las ventas de suelo residencial. Las viviendas nuevas completadas fueron la excepción, con tasas interanuales superiores al 30%, mayoritariamente gracias a las políticas que buscan garantizar la entrega de viviendas prevendidas.

Situación actual

La fase del ciclo inmobiliario actual es diferente a las que podríamos habernos encontrado en el pasado, ya que las autoridades muestran una actitud mucho más cautelosa a la hora de elegir e implementar medidas expansivas para revivir al sector inmobiliario, priorizando una recuperación que sea sostenible y sin desequilibrios. A ello se le suma una revisión sobre las perspectivas de crecimiento de la demanda de vivienda, que se estima menor de lo proyectado anteriormente,⁵ y el hecho de que las autoridades apuestan por priorizar el uso de recursos en sectores más estratégicos, como la innovación y el desarrollo tecnológico.

Sin embargo, sí que se han adoptado medidas de flexibilización, pero con una naturaleza mucho más específica. Así, se ha llevado a cabo una relajación de las condiciones de crédito para los nuevos compradores de vivienda (en abril de 2023, el tipo hipotecario promedio para los nuevos compradores era casi 160 p. b. inferior al de octubre de 2021), se ha dado apoyo financiero adicional a los promotores para garantizar la entrega de viviendas prevendidas⁶ y, también, un mayor impulso político a la urbanización y la vivienda pública, entre otras medidas. Asimismo, la reciente ronda de bajadas de tipos de interés implementada por el Banco Popular de China también da aire al sector.

China: venta de vivienda nueva (Millones de m²) *



Nota: * Ajustados estacionalmente y anualizados. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de CEIC, de Wind y de Capital Economics.

En definitiva, la evolución reciente de los precios y la venta de viviendas, así como de otros indicadores más avanzados (como los PMI),⁷ sugieren que en 2023 el sector inmobiliario ha empezado una recuperación, aunque paulatina. Tras un rebote inicialmente fuerte, espoleado por la demanda embalsada durante la pandemia, en los próximos meses el sector contará con un apoyo más selectivo de la autoridades, con la intención de buscar un crecimiento más sostenible.

María Suárez Marañón

^{5.} En concreto, esta rebaja de perspectivas refleja el envejecimiento de la población de China (agravada por la ley del hijo único vigente desde 1982 hasta 2015) y un menor ritmo migratorio desde zonas rurales a las áreas urbanas.

^{6.} Destacan nuevos objetivos cuantitativos de crecimiento del crédito, sistemas de garantía de bonos y concesiones de préstamos morosos a promotores seleccionados. Además, también se flexibilizaron los requisitos de depósito de garantía previo a la venta para los promotores que cumplan los requisitos y se aplazaron los límites de concentración de préstamos inmobiliarios para los bancos.

^{7.} El índice de la construcción elaborado por el Instituto Oficial de Estadística chino se ha situado en cifras muy optimistas en los primeres cinco meses del año, y alcanzó su máximo (65,6 puntos) en el mes de marzo.



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	04/23	05/23	06/23
Actividad									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,8	_	_	_
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	8,9	9,4	7,5	5,9	3,8	3,9	
Confianza del consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,7	102,5	109,7
Producción industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,4	0,2	
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,1	46,9	46,0
Viviendas iniciadas (miles)	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.340	1.631	
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	267	306	313	310	303	302	304,8		
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,7	
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,3	
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-13,0		
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	4,9	4,0	
Inflación subyacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,3	

JAPÓN

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Actividad									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,5	0,4	1,9	_	_	_
Confianza del consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	35,4	36,0	36,2
Producción industrial	5,8	0,0	-3,4	3,7	0,7	-1,8	0,2	3,1	
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	2,6	
Balanza comercial 1 (% PIB)	-0,3	-3,7	-2,0	-3,0	-3,8	-4,0	-14,9		
Precios									
Inflación general	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,5	3,2	
Inflación subyacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	4,1	4,2	

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	0,4	3,9	2,9	4,5	-	-	_
Ventas al por menor	12,4	-0,8	-4,6	3,5	-2,7	5,8	18,4	12,7	
Producción industrial	9,3	3,4	0,6	4,8	2,8	3,2	5,6	3,5	
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,1	49,5	48,1	51,5	49,2	48,8	49,0
Sector exterior									
Balanza comercial 1,2	681	890	825	910	890	938	977,3	962,8	
Exportaciones	30,0	7,1	12,9	10,0	-6,8	0,1	8,0	-8,0	
Importaciones	30,0	1,0	1,1	0,3	-6,4	-7,0	-7,9	-4,5	
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	2,2	2,7	1,8	1,3	0,1	0,2	
Tipo de interés de referencia ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,6	6,9	7,1	6,8	6,9	7,0	7,2

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	04/23	05/23	06/23
Ventas al por menor (variación interanual)	5,4	1,0	1,1	-0,5	-2,5	-2,5	-2,6		
Producción industrial (variación interanual)	9,8	2,3	2,1	3,5	2,1	0,5	0,2		
Confianza del consumidor	-7,5	-21,9	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-17,5	-17,4	-16,1
Sentimiento económico	110,7	101,9	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	96,4	95,3
PMI manufacturas	60,2	52,1	54,1	49,3	49,3	49,3	45,8	44,8	43,4
PMI servicios	53,6	52,1	55,6	49,9	49,9	49,9	56,2	55,1	52,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5		2,8	1,8	1,6	1,6	_	_	_
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	
Alemania (% pobl. activa)	3,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	
Francia (% pobl. activa)	7,9	7,3	7,5	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	
Italia (% pobl. activa)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,8	7,6	
PIB real (variación interanual)	5,5	3,5	4,3	2,5	1,8	1,0	_	_	_
Alemania (variación interanual)	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	-0,5	_	_	_
Francia (variación interanual)	6,8	2,5	4,0	1,1	0,6	0,9	_	_	_
Italia (variación interanual)	7,3	3,9	5,0	2,5	1,5	1,9	_	_	_

Precios

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
General	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	7,0	6,1	5,5
Subyacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,3	5,5

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	04/23	05/23	06/23
Saldo corriente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	-0,5	-0,4		
Alemania	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,4	4,7		
Francia	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	-1,9	-1,8		
Italia	3,1	-1,2	0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8		
Tipo de cambio efectivo nominal 1 (valor)	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	94,5	93,6	

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	04/23	05/23	06/23
3,5	6,7	6,2	8,5	7,9	5,7	4,6	4,0	
3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	2,1	
1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	4,3		
1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	3,7	4,0		
12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-6,2	-7,5	
-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,0	22,5	
11,6	3,6	2,2	4,1	7,5	19,4	21,5	24,2	
0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	2,3		
	3,5 3,8 1,2 1,3 12,6 -0,8 11,6	3,5 6,7 3,8 4,4 1,2 1,8 1,3 2,0 12,6 6,3 -0,8 4,5 11,6 3,6	3,5 6,7 6,2 3,8 4,4 4,6 1,2 1,8 1,4 1,3 2,0 1,5 12,6 6,3 7,8 -0,8 4,5 0,9 11,6 3,6 2,2	3,5 6,7 6,2 8,5 3,8 4,4 4,6 4,4 1,2 1,8 1,4 1,8 1,3 2,0 1,5 2,1 12,6 6,3 7,8 6,4 -0,8 4,5 0,9 5,3 11,6 3,6 2,2 4,1	3,5 6,7 6,2 8,5 7,9 3,8 4,4 4,6 4,4 4,0 1,2 1,8 1,4 1,8 2,9 1,3 2,0 1,5 2,1 2,9 12,6 6,3 7,8 6,4 1,8 -0,8 4,5 0,9 5,3 12,0 11,6 3,6 2,2 4,1 7,5	3,5 6,7 6,2 8,5 7,9 5,7 3,8 4,4 4,6 4,4 4,0 3,2 1,2 1,8 1,4 1,8 2,9 3,8 1,3 2,0 1,5 2,1 2,9 3,7 12,6 6,3 7,8 6,4 1,8 -3,4 -0,8 4,5 0,9 5,3 12,0 17,6 11,6 3,6 2,2 4,1 7,5 19,4	3,5 6,7 6,2 8,5 7,9 5,7 4,6 3,8 4,4 4,6 4,4 4,0 3,2 2,5 1,2 1,8 1,4 1,8 2,9 3,8 4,3 1,3 2,0 1,5 2,1 2,9 3,7 4,0 12,6 6,3 7,8 6,4 1,8 -3,4 -6,2 -0,8 4,5 0,9 5,3 12,0 17,6 21,0 11,6 3,6 2,2 4,1 7,5 19,4 21,5	3,5 6,7 6,2 8,5 7,9 5,7 4,6 4,0 3,8 4,4 4,6 4,4 4,0 3,2 2,5 2,1 1,2 1,8 1,4 1,8 2,9 3,8 4,3 1,3 2,0 1,5 2,1 2,9 3,7 4,0 12,6 6,3 7,8 6,4 1,8 -3,4 -6,2 -7,5 -0,8 4,5 0,9 5,3 12,0 17,6 21,0 22,5 11,6 3,6 2,2 4,1 7,5 19,4 21,5 24,2

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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos 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. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del t

La economía española se comporta mejor de lo que se esperaba y de lo que se había estimado

El INE ha revisado ligeramente al alza el crecimiento del PIB en el 1T 2023, hasta un 0,6% intertrimestral, 1 décima por encima de lo estimado inicialmente. También se han revisado los datos de algunos trimestres de 2022, aunque el crecimiento en el conjunto del año no ha variado (5,5%): mientras que la caída del PIB en el 1T 2022 fue más intensa (–0,5% intertrimestral) de lo anunciado anteriormente, la recuperación posterior también resultó mayor, con un fuerte crecimiento en el 2T 2022 (2,6%) y del 0,5% en el 4T 2022. Con los nuevos datos, en el 1T el PIB ya habría superado el nivel prepandemia (4T 2019), al situarse un 0,1% por encima, en lugar de un 0,2% por debajo, tal y como se había estimado originalmente.

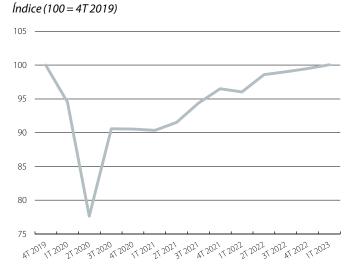
Por componentes, la mejora del PIB en el 1T procedió exclusivamente de las importaciones, cuyo crecimiento se revisa a la baja, con lo que se incrementa la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB. Y es que el sector exterior está jugando un papel clave ante la atonía de la demanda interna, atenazada por el impacto de la inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras, si bien cabe esperar que vaya reduciendo su aportación positiva al crecimiento del PIB.

Los indicadores del 2T ofrecen señales mixtas y apuntan a una ligera pérdida de dinamismo. En conjunto, el cuadro de indicadores sugiere que la economía sigue creciendo, pero a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. Por un lado, la industria da nuevas muestras de debilidad, como reflejan el retroceso del índice de sentimiento empresarial (PMI) del sector manufacturero hasta 48,0 en junio, por debajo del nivel que delimita la zona expansiva (50) y el más bajo en seis meses, y la caída de la producción industrial en abril-mayo (–0,5% respecto al 1T). Asimismo, el consumo de los hogares prolonga su debilitamiento, tal y como muestra el monitor de consumo de Caixa-Bank Research, que anota un crecimiento de la actividad de tarjetas españolas en el 2T (con datos hasta el 21 de junio) del 5% interanual, por debajo del registro del trimestre anterior (9%).

Por el lado positivo, el PMI de servicios se mantiene muy por encima del umbral que marca crecimiento; en concreto, se ubicó en 53,4 en junio. Además, el sector turístico sigue dando señales sólidas, lo que anticipa una temporada estival muy positiva: la entrada de turistas extranjeros en mayo superó los 8,2 millones, un 3,8% por encima del mismo mes de 2019 (+1,2% en abril y -3,5% en el 1T 2023), y el gasto de dichos turistas se aproximó a los 8.500 millones de euros, superando en un 19,5% el registro de mayo de 2019.

El mercado laboral sigue mostrando un comportamiento positivo, si bien la creación de empleo se está debilitando. En junio, los afiliados medios a la Seguridad Social aumentaron en 54.541 personas, el dato más flojo en dicho mes desde 2015 y que contrasta con los registros de junio de 2022 (115.000) y del promedio de los meses de junio de 2014-2019 (74.000). En términos desestacionalizados, el empleo anota una caída de 20.119 afiliados, el primer descenso desde julio del año pasado;

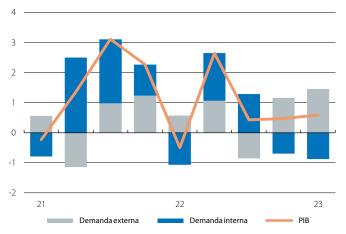
España: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

España: contribución al crecimiento trimestral del PIB

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

España: índices PMI

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

IM07

no obstante, en el conjunto del 2T, el empleo efectivo (afiliados desestacionalizados que no están en ERTE) crece un 1,4% intertrimestral frente al 0,9% anotado en el trimestre anterior.

La inflación continúa moderándose, y ya no solo por el componente energético: el dato de inflación adelantado de junio, del 1,9% (3,2% en mayo), mínimo desde marzo de 2021, ha supuesto una sorpresa positiva respecto a nuestras previsiones, debido, principalmente, a un efecto base del componente energético mayor del esperado. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) continuó corrigiéndose, aunque a un ritmo más moderado que la general, al situarse en el 5,9% (6,1% en mayo). Con estos datos, y a falta del desglose por componentes, nuestra previsión de inflación general para 2023 (3,9% anual) muestra riesgos a la baja; la previsión de la inflación subyacente (6,2% anual) también presenta riesgos a la baja, aunque relativamente más moderados.

El diferencial de inflación entre España y la eurozona se encuentra asentado en terreno favorable desde septiembre de 2022. En junio, con datos provisionales, la inflación general armonizada (comparable con Europa) en España se situó en el 1,6%, 3,9 p. p. inferior a la media de la eurozona.

En el mercado de la vivienda, pese a la caída de las compraventas, la desaceleración de los precios está siendo menor de lo esperado. Las compraventas de viviendas cayeron en los primeros cuatro meses un 3,4% respecto al mismo periodo del año pasado, mientras que los precios, según el índice del INE, sorprendieron al alza en el 1T 2023, creciendo un 0,6% respecto al trimestre anterior (–0,8% en el 4T 2022). Esta resistencia de los precios es más evidente en el caso de la vivienda nueva (3,0% intertrimestral) frente a la de segunda mano (0,2%), lo que refleja la escasez de nueva promoción.

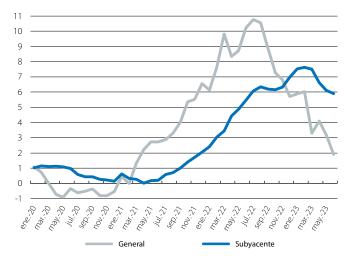
El saldo exterior de España sigue arrojando cifras excelentes.

La balanza por cuenta corriente registra un superávit en los cuatro primeros meses del año de 12.167 millones de euros, máximo histórico en un primer cuatrimestre y que contrasta con el déficit del mismo periodo de 2022 (–4.627 millones). Por un lado, el sector turístico sigue mostrando datos muy positivos, con un superávit de 16.080 millones de euros acumulado hasta abril, la cifra más alta de la serie en dicho periodo. Por otro lado, el déficit comercial se moderó hasta los 10.954 millones de euros (–21.811 millones hace un año): el déficit energético se redujo hasta 11.640 millones frente a 16.155 millones en el mismo periodo de 2022 y la balanza de bienes no energéticos anotó un superávit de 687 millones, frente al déficit de 5.656 millones del año pasado.

El tirón de los ingresos facilita la reducción del déficit público en el 1T. El déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales, fue del 0,20% del PIB en los tres primeros meses del año, inferior al 0,35% registrado en el 1T 2019 y al 0,41% en el mismo periodo de 2022. Los ingresos públicos crecieron un notable 9,3% interanual, impulsados por el dinamismo en la recaudación de los impuestos sobre la renta y el patrimonio y de los ingresos por cotizaciones sociales. Por su parte, los gastos aumentaron un 6,8% interanual, aupados por un avance del 8,5% en el componente de prestaciones sociales, que refleja la revalorización de las pensiones (8,5%), y del 5,5% en la remuneración total de empleados públicos.

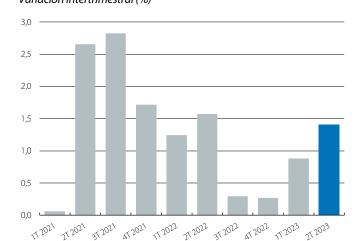
España: evolución del IPC

Variación interanual (%)



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

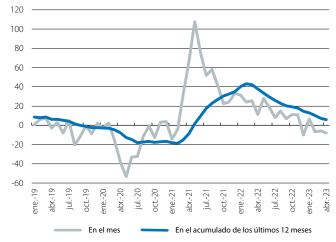
España: afiliados a la Seguridad Social Variación intertrimestral (%)



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

España: compraventas total de vivienda

Variación interanual (%)



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



¿Son competitivas las exportaciones españolas?

En la última década, el sector exterior español ha mostrado muy buenos resultados y una destacable resiliencia a varios eventos económicos adversos. Una cuenta corriente que se ha mantenido en positivo durante 11 años consecutivos, incluso durante la pandemia del coronavirus, es muestra de ello. Sin embargo, ante el contexto actual, marcado por un fuerte repunte de la inflación y el consiguiente aumento de los costes salariales, es oportuno analizar la evolución de los indicadores de competitividad del sector exportador español.

Antes de empezar, es necesario esclarecer que la competitividad es un concepto con múltiples facetas. En este artículo, nos centraremos en analizar indicadores relacionados con el grado de competitividad en precio y costes, debido a que la coyuntura actual se ha visto afectada por una crisis energética que ha supuesto un marcado aumento de los costes de producción de las empresas. Con todo, como apuntábamos antes, este análisis ofrecerá una visión parcial del grado de competitividad del sector exterior de nuestro país, dado que, si bien la competitividad en precio y/o costes es importante, existen otras dimensiones relevantes para determinar su grado. Ejemplos incluyen la calidad de los productos y servicios que se exportan o el grado de innovación que incorporan, para mencionar algunos. De todas formas, sí se analizará brevemente la evolución de las cuotas de exportación, que al fin y al cabo son resultado de la competitividad global de la economía.

Competitividad en precio/coste

Para medir la competitividad en costes, usamos el tipo de cambio efectivo real (TCER). Este mide el valor de una moneda frente a una media ponderada de varias monedas extranjeras corregido por un índice de costes. Un aumento del TCER implica que las exportaciones se encarecen y las importaciones se abaratan; por lo tanto, un aumento indica una pérdida de competitividad comercial.

En el primer gráfico, mostramos la evolución del tipo de cambio efectivo, deflactado con los costes laborales unitarios (CLU, son el coste laboral por unidad de producto) de España frente a la eurozona y frente a un conjunto más amplio de países industrializados. Dado que los países de la eurozona comparten la misma moneda, la medida frente a la eurozona corresponde a la ratio de los CLU de España frente a una media ponderada de los CLU de la eurozona.

La competitividad de la economía española medida según este índice sufrió un fuerte deterioro durante los años previos a la gran crisis financiera. Este deterioro se corrigió en gran medida durante la crisis y la economía logró mantener estas ganancias a lo largo del periodo de expansión hasta justo antes de la irrupción de la pandemia en el año 2020. Durante la pandemia, se produjo un marcado aunque temporal deterioro en la competitividad ligado a la

España: tipo de cambio efectivo real según coste laboral unitario

Índice (100 = 2015)

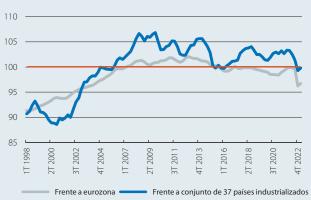


Notas: Los 37 países industrializados incluyen la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía. La medida frente a la eurozona, al no mediar un tipo de cambio, corresponde a la ratio entre los costes laborales unitarios en España frente a los de la eurozona.

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

España: tipo de cambio efectivo real según el IPC

Indice(100 = 2015)



Notas: Los 37 países industrializados incluyen la UE-27 más Australia, Canadá, EE. UU., Japón, Noruega, Nueva Zelanda, México, Suiza, Reino Unido y Turquía. La medida frente a la eurozona, al no mediar un tipo de cambio, corresponde a la ratio entre la inflación en España frente a la de la eurozona. Ambas series han sido suavizadas mediante un ajuste estacional. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y de Eurostat.

caída registrada en la productividad, pero este deterioro se ha corregido prácticamente en su totalidad a lo largo del 2021 y del 2022. En su conjunto, la competitividad medida según los CLU nos muestra que España se encuentra en una situación parecida a la que experimentó a lo largo del periodo 2014-2019. Este fue un periodo muy positivo para nuestro sector exportador, tal y como muestra el hecho de que el peso de las exportaciones de bienes y servicios sobre el PIB pasara de alrededor de un 26% en el 2007 a cerca de un 34% en el promedio del 2014-2019 y a un 42% en 2022.

En el segundo gráfico, volvemos a mirar la evolución del tipo de cambio efectivo, pero esta vez deflactado por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA). La anterior medida, basada en los CLU, permitía comparar los costes laborales entre países, teniendo en cuenta las diferencias de productividad, pero obviando, entre otras cosas, otros costes de producción. La medida basada en la inflación permite comparar los niveles de precios entre países, pero es un índice de precios basado en el patrón de consumo, por lo que el precio de los consumos intermedios en los procesos de producción queda excluido del cómputo. En este caso, el seguimiento del tipo de cambio efectivo deflactado según el IPCA es especialmente relevante, dado el fuerte repunte de la inflación que se ha producido, tanto en España como en la eurozona, desde finales del 2021.

De nuevo, podemos ver, tanto si comparamos contra la eurozona o la muestra más grande de países industrializados, el marcado deterioro de la competitividad a lo largo de la primera década del milenio. Sin embargo, también se observa que, desde la gran crisis financiera, este deterioro se ha ido corrigiendo de manera paulatina, y que esta corrección no se ha visto alterada por el reciente repunte de la inflación. De hecho, en el último periodo caracterizado por el repunte inflacionista, España ha ganado algo de competitividad frente al conjunto de la eurozona y los países industrializados.

Competitividad y cuotas de exportación

Finalmente, es interesante examinar las cuotas de exportación de bienes y servicios españolas frente al resto del mundo, lo que nos da una idea más completa del nivel competitivo español. Es una medida que no se centra en los motivos por los cuales podemos exportar, ya sea porque somos competitivos en costes o porque producimos productos con un elevado componente innovador, sino que sintetiza el resultado de este complejo proceso que es vender en el exterior.

En el tercer gráfico, se muestra la evolución de las exportaciones de bienes españolas medidas como el porcentaje del total de exportaciones de bienes en el mundo, y como porcentaje de las exportaciones de Alemania, Francia e Italia.

Tal y como se puede ver, cuando nos centramos en la evolución de las exportaciones en comparación con nuestros principales competidores de la eurozona, se observa un comportamiento muy positivo. Las exportaciones de bienes españolas han pasado de representar cerca de un 10% de las exportaciones de Alemania, Francia e Italia en el 2000-2007 a cerca de un 13% en el 2014-2019, hasta alcanzar casi un 15% en el 2022. Aun así, cuando nos comparamos con el conjunto del mundo, el comportamiento es mucho más comedido, con una muy ligera caída de la cuota de exportación.

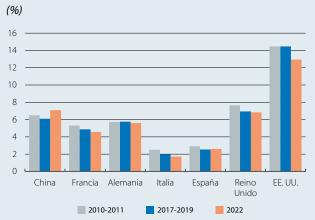
Sin embargo, es importante subrayar que detrás de este comportamiento asimétrico se encuentra la irrupción de China en los mercados de exportación, que desde los años

España: ratio de las exportaciones de bienes españolas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

Cuota de las exportaciones de servicios sobre el total mundial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.

noventa ha triplicado su cuota de exportación. Esto ha sido a costa de la mayoría de los países, que han visto caídas sustanciales en sus cuotas, como es el caso de EE. UU. (del 12% entre 1995 y 1999 al 8% entre 2021 y 2022) o de Francia (del 6% entre 1995 y 1999 a poco más del 2% entre 2021 y 2022). En este sentido, que España haya logrado mantener una cuota de exportaciones relativamente estable, de alrededor del 2%, y por encima de su peso sobre el PIB mundial (cerca del 1,5% en el promedio entre 2014 y 2019) durante tres décadas seguidas, es una demostración de resiliencia.

En cuanto a la cuota de exportación de servicios, vemos una situación similar para España, que mantiene su cuota estable en torno al 3% de las exportaciones de servicios globales. China aumenta muy ligeramente su cuota capturando poco más del 7% del mercado, mientras que el Reino Unido y EE. UU. pierden una porción elevada de sus cuotas (–1 p. p. y –2 p. p., respectivamente). Francia y Alemania se mantienen relativamente estables. Cabe destacar que la estructura del mercado de servicios global está



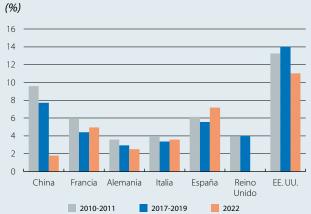
más equilibrada que la de bienes en cuanto a competidores. Por ejemplo, mientras que en bienes China tiene prácticamente el 18% del mercado frente a un 24% combinado de Francia, Alemania, Italia, España, el Reino Unido y EE. UU., en el caso de servicios esto pasa a un 7% de China contra un 34% del resto.

Para finalizar, nos fijamos en servicios turísticos, ya que en este ámbito España juega un papel especialmente importante a nivel global. Si bien la cuota de mercado de España siempre se ha situado muy por encima del peso del PIB en la economía mundial (cerca del 6% frente a un 1,5% aproximadamente), en el año 2022 su cuota de mercado ha subido de manera destacable hasta alcanzar el 7% del mercado global. Destaca también la fuerte caída de las exportaciones de servicios de China, que han pasado de tener una cuota de exportaciones turísticas de cerca del 8% prepandemia, a tan solo un 2% en el 2022.

A modo de conclusión, en este artículo hemos repasado la evolución de algunos indicadores de competitividad del sector exterior español. De acuerdo con los indicadores de precio/costes repasados, o el comportamiento de las cuotas de exportación de nuestros bienes y servicios, vemos que nuestro sector exterior ha mostrado un comportamiento que subraya su fortaleza a pesar de los numerosos shocks adversos de los últimos años. Esperamos que nuestro sector exterior se mantenga competitivo en los próximos años, aunque esto no significa que el crecimiento de nuestras exportaciones no acuse la desaceleración económica en los países de nuestro entorno debido al impacto del ciclo de subidas de tipos de interés que estamos viendo en muchas partes del mundo.

Oriol Carreras y Jaume Servert

Cuota de las exportaciones de servicios turísticos en el total mundial por países



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio.



Cambios en las características de la población inmigrante en los últimos años

Las dinámicas demográficas de la población española, en particular el inexorable proceso de envejecimiento y una muy baja tasa de natalidad, están conduciendo a un crecimiento vegetativo negativo. De ahí la enorme importancia de los flujos migratorios como factor de sostenibilidad demográfica y del nivel de empleo: desde mediados de los años noventa, la población extranjera constituye un colectivo cada vez más importante, que ha contribuido a aumentar y rejuvenecer la población total y la fuerza laboral.¹ Según los últimos datos de la EPA (1T 2023), los extranjeros suponen el 12,1% de la población total (5,74 millones) y el 13,3% del empleo (más de 2,7 millones de trabajadores), frente al 9,2% y 10,8%, respectivamente, que representaban en 2015.² En el presente artículo, se analiza la evolución de los flujos de inmigración en los últimos años, así como posibles cambios en su distribución geográfica y en función de algunas características socioeconómicas.

A mediados de 2015, la población total inició una senda ascendente, interrumpida durante la pandemia,³ pero que ha vuelto a retomarse desde mediados de 2021; desde entonces, el ritmo de crecimiento anual de la población se ha ido acelerando hasta situarse en el 1,0% en el 1T 2023, una tasa que no se observaba desde antes de la crisis financiera de 2008. De este modo, el crecimiento demográfico acumulado desde el 3T 2015 se aproxima a 1,4 millones de personas (+3,0%); un incremento que ha sido posible gracias al incremento de la población extranjera, que ha crecido en más de 1,5 millones,⁴ y en 600.000 los de doble nacionalidad, frente a una caída de 709.200 de los que solo tienen nacionalidad española.

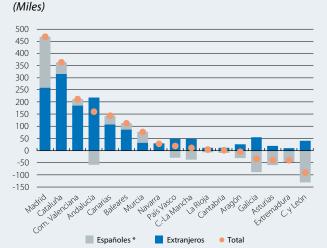
Por regiones, el aumento de la población extranjera ha sido generalizado, aunque cuatro de ellas (Madrid, Cataluña, Comunitat Valenciana y Andalucía) concentran las dos terceras partes del total (casi un millón de extranjeros más desde el 3T 2015). En estas comunidades, salvo en Andalucía, se ha incrementado, además, la población nacional, convirtiéndose también en las regiones donde más ha cre-

- 1. Hay que tener en cuenta que los extranjeros presentan una tasa de actividad mucho más alta que los nacionales: 69,3% frente a 56,4% en el 1T 2023.
- 2. El análisis del presente artículo se realiza comparando los datos más recientes con el 3T 2015, ya que es entonces cuando cambia la tendencia de la población total e inicia una senda ascendente.
- 3. En el 1T 2021, se produjo la mayor caída de la serie de población española (–333.200 personas), debido, básicamente, al descenso del número de nacimientos (los menores de 15 años sufrieron un retroceso de 294.000) y, en menor medida, a la mortalidad en los tramos de mayor edad, donde impactó con mayor intensidad la COVID-19.
- 4. La mayoría proceden de América Latina (921.000) y solo 37.000 son ciudadanos de países de la UE.



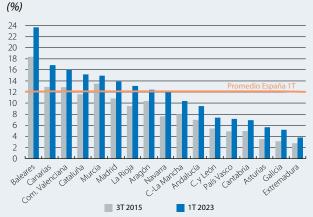
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

España: variación de la población por regiones desde el 3T 2015 al 1T 2023



Nota: * Incluye los que tienen doble nacionalidad. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

España: peso de la población extranjera por regiones



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

cido la población total en términos absolutos (en términos relativos, sobresale Baleares con un avance del 10,1%, por delante de Madrid, Canarias y Murcia). De este modo, la población extranjera ha aumentado su peso sobre el total en todas las regiones, sobre todo en los archipiélagos y Navarra (entre 4 y 5 puntos); en el extremo opuesto se sitúan Murcia y Extremadura, donde el crecimiento ha sido inferior a 2 puntos. Mientras que en Baleares casi el 24% de la población es extranjera, la participación de los foráneos en Extremadura se sitúa 20 puntos por debajo.

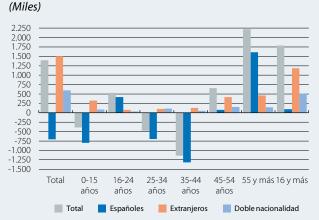
En cuanto a la distribución por tramos de edad, el crecimiento de la población total desde el 3T 2015 se ha concentrado en los tramos de mayor edad, a partir de 45 años (casi 2,9 millones más), sobre todo españoles (1,69 millones), por el envejecimiento de los *babyboomers*. En cambio, se registra una fuerte caída de la población de 25 a 44 años (–1,62 millones), donde el aumento de extranjeros no ha compensado el fuerte descenso de nacionales (más de dos millones). En general, la población extranjera ha aumentado en todos los tramos, pero especialmente en los mayores de 45 años (881.000), en parte afectado por los elevados flujos migratorios que llegaron a principios de los 2000, y refleja que el proceso de envejecimiento también afecta a los extranjeros, aunque con menor intensidad que en el caso de los nacionales.

Como resultado de lo comentado anteriormente, se ha producido en los últimos años un aumento del peso de la población extranjera en todos los tramos de edad, especialmente en el grupo más joven (menores de 15 años), donde se sitúa en el 11,9%, 5 puntos más que en el 3T 2015, lo que refleja, tanto la menor edad de los individuos que llegan a nuestro país, como su mayor tasa de natalidad, y en el tramo de 45 a 54 años (13,4% vs. 8,7%). En el grupo de 25 a 44 años, el crecimiento ha sido algo menor, pero ya representan en torno al 20% del total. Por su parte, los mayores de 55 años suponen el 6,3% de la población (4,0% en el 3T 2015).

Por lo que respecta a la cualificación de los extranjeros, presentan un nivel más elevado de lo que a menudo se cree. Si bien es cierto que los menos formados (con estudios primarios incompletos o sin estudios) tienen más peso que los españoles (7,3% de los mayores de 16 años vs. 5,1%) y los que tienen estudios superiores son proporcionalmente menos (23,7% vs. 34,1%), los extranjeros con educación secundaria son los que más han crecido en los últimos años: desde el 3T 2015 han aumentado en 751.000 (+35,9% vs. +3,9% los españoles) hasta representar el 58,1% del total, por encima de la cifra de 2015 (56,8%) y de la correspondiente a los ciudadanos españoles (49,7%).

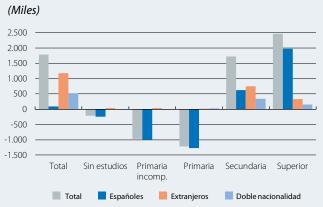
En cuanto a los empleos en los que se ubican los extranjeros, en los últimos años hemos asistido a un aumento

España: variación de la población por tramos de edad desde el 3T 2015 al 1T 2023



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

España: variación de población de 16 y más años por nacionalidad y nivel de formación (3T 2015-1T 2023)



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

generalizado por actividades del peso de estos trabajadores, si bien su presencia relativa es mayor en ocupaciones elementales o que requieren un menor nivel de cualificación. Así, por ejemplo, en términos de afiliados a la Seguridad Social, más del 25% de los ocupados en la hostelería y del 18% en la construcción son extranjeros, cuando en 2015 ambos porcentajes eran el 19,5% y 10,6%, respectivamente; en transporte y almacenamiento también se ha registrado un destacado aumento, pasando del 7,4% al 13,6%. Por el contrario, el papel de los extranjeros es menos relevante en las ramas industriales, tanto extractivas (5,9% vs. 5,3%) como manufactureras (8,4% vs. 5,6%).

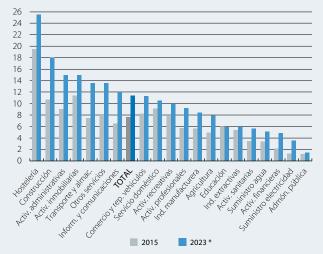
El hecho de que la presencia de trabajadores extranjeros sea mayor en los niveles bajos de cualificación puede indicar una cierta sobrecualificación, un fenómeno que, si bien no es exclusivo de los trabajadores extranjeros, sí que es algo más marcado: por un lado, la presencia de trabajadores extranjeros con formación superior en ocupaciones

elementales es casi siete veces superior (12% vs. 1,8% los españoles);⁵ por otro lado, un estudio del INE⁶ revela que más de la mitad de los trabajadores extranjeros (51,1%) –porcentaje que alcanza el 57,5% en el caso de ciudadanos latinoamericanos y que se reduce hasta el 46,9% para los españoles— considera que podría desarrollar tareas de mayor cualificación dado su nivel de estudios, experiencia o capacitación.

En los próximos años, el envejecimiento seguirá condicionando el comportamiento de la oferta laboral; es más, este proceso se acelerará en España y será más intenso que en el resto de la UE: las últimas proyecciones demográficas del INE apuntan a que la tasa de dependencia (ratio de población de al menos 65 años sobre población de entre 16 y 64 años) aumentará desde el 31% en 2021 hasta cerca del 54% en 2050. Esta situación de reducción de la oferta laboral hará que los flujos migratorios tengan un papel esencial en el mantenimiento de la fuerza laboral. El propio INE prevé que en 2030-2050 las entradas netas anuales se sitúen en torno a las 250.000 personas (frente a menos de 150.000 en 2021).

Nuria Bustamante y Sergio Díaz

España: peso de los afiliados extranjeros a la Seguridad Social por secciones de actividad (% sobre el total)



Notas: Afiliados medios al Régimen General y Régimen Especial de Trabajadores Autónomos.

* Mayo

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

^{5.} Véase Ministerio de Inclusión, Seguridad Social e Inmigraciones (2022). «Informe sobre la integración de la población extranjera en el mercado laboral español».

^{6.} Véase INE (2015). Encuesta de Población Activa. Módulo sobre situación laboral de los inmigrantes, año 2014.



Nuevas perspectivas para el sector inmobiliario español: el mercado de la vivienda se desacelera

El mercado inmobiliario español se empezó a desacelerar a mediados de 2022 con el cambio de rumbo de la política monetaria. Por el momento, y a pesar de que el BCE ya ha subido los tipos de interés de referencia en 4 p. p., el ritmo de desaceleración está siendo más suave de lo anticipado, lo que nos ha llevado a mejorar las previsiones del sector para 2023. No obstante, de cara a los próximos trimestres, seguimos esperando una notable ralentización del mercado inmobiliario español, si bien es poco probable que se produzca una fuerte corrección del mercado como la que se experimentó en el periodo 2008-2013.

Un retroceso de las compraventas más moderado de lo previsto

En lo que va de año, las compraventas de vivienda han descendido un 3,4% interanual hasta situarse en las 642.000 en abril (dato acumulado de 12 meses). El descenso se observa tanto en el segmento de obra nueva (–4,0%) como en el de segunda mano (–3,3%). A pesar de esta caída respecto a los excepcionales registros alcanzados en 2022 (650.000 compraventas), las compraventas se encuentran todavía un 16,7% por encima del mismo periodo de 2019.

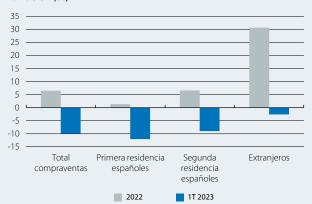
Según la tipología de comprador, las compraventas de extranjeros están resistiendo bastante mejor que las compraventas de primera y segunda residencia de españoles.¹ En concreto, el número de compraventas de extranjeros retrocedió solamente un 2,7% interanual en el 1T 2023 comparado con un -9,0% de las compraventas de segunda residencia y un -12,1% de las de primera residencia por parte de españoles. Además, este buen desempeño de las compraventas por parte de extranjeros se produce tras el fuerte repunte de 2022, cuando crecieron un 30,7% frente al 6,4% del total de compraventas, lo que ha supuesto que su peso sobre el total haya aumentado significativamente (19,5%, según el MITMA), un fenómeno que se explica en parte por tratarse de compradores con una menor dependencia del crédito para acceder a una vivienda en propiedad.

La oferta de vivienda no acaba de despegar

La oferta sigue siendo muy limitada e insuficiente para cubrir las necesidades de vivienda teniendo en cuenta la evolución demográfica. Así, el número de visados de obra nueva (109.000 viviendas en los últimos 12 meses hasta marzo) sigue siendo muy inferior a la creación neta de

España: compraventas de vivienda por tipología de comprador

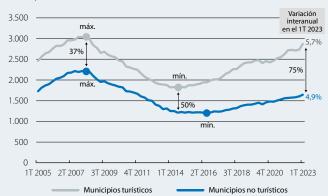
Variación (%)



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

España: precio de la vivienda en los municipios turísticos y no turísticos

(Euros por m²)



Notas: Un municipio se considera turístico (o no turístico) si el porcentaje de gasto en TPV CaixaBank con tarjetas extranjeras fue superior (o inferior) al 10% del total en 2019. El gráfico muestra el promedio del precio de la vivienda ponderado por el número de habitantes de cada municipio. Los porcentajes indican el diferencial de precio promedio entre los municipios turísticos y el resto.

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

hogares (241.000 en los últimos cuatro trimestres hasta el 1T 2023, según la EPA). Conviene resaltar que el dinamismo en la formación de hogares refleja unos flujos de inmigración notables (el aumento de población extranjera se eleva a 452.000 personas en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 1T 2023, según la EPA) y explica la elevada demanda de vivienda en las zonas de mayor dinamismo económico. Por otra parte, un condicionante muy relevante de la oferta son los costes de construcción residencial, que, pese a mostrar signos de moderación, siguen en cotas elevadas. En concreto, según nuestras proyecciones (que tienen en cuenta las cotizaciones de los mercados de futuros de las materias primas en los mercados internacionales y nuestras proyecciones del precio del petróleo en euros),

Para el desglose por tipología de comprador, usamos datos del MITMA.
 Consideramos que una compraventa es de una segunda residencia cuando la provincia de residencia del comprador es distinta de la provincia en la que se ubica la vivienda.



los costes de construcción residencial en España podrían empezar a retroceder en agosto y caer alrededor de un 5% en promedio en 2024 (en ausencia de nuevos *shocks*). A pesar de este retroceso, los costes se consolidarían en unos niveles superiores a los de antes del *shock* (alrededor de un 16% por encima del nivel de enero de 2021).

El precio de la vivienda se mantiene resiliente a pesar de la subida de los tipos de interés, especialmente el de la vivienda nueva

La mayor resiliencia de la demanda, sobre todo la extranjera, la escasez de oferta de vivienda de obra nueva y los elevados costes de construcción han estado apoyando al precio de la vivienda en los últimos trimestres a pesar del fuerte aumento de los tipos de interés. El precio de la vivienda (según el valor de tasación publicado por el MITMA) avanzó de forma muy significativa en el 1T 2023 (2,2% intertrimestral frente al 0,5% del 4T 2022), si bien en términos interanuales siguió aminorando su ritmo de avance (3,1% interanual frente al 3,3% del 4T 2022).

El segundo gráfico muestra la evolución del precio de la vivienda en los municipios clasificados como turísticos y no turísticos a partir del porcentaje de gasto en TPV de CaixaBank con tarjetas extranjeras.² Se puede observar que el precio promedio de la vivienda en los municipios turísticos es superior al de los no turísticos, un diferencial que se ha ido ampliando hasta alcanzar el 75% actual. En efecto, los datos más recientes, correspondientes al 1T 2023, muestran que el ritmo de avance del precio de la vivienda es superior en los municipios turísticos (5,7% interanual) que en el resto (4,9%). De hecho, el precio de la vivienda promedio en los municipios turísticos está muy cerca de alcanzar un nivel similar al anterior máximo registrado a mediados de 2008, mientras que en los no turísticos se encuentra todavía un 26% por debajo del máximo.

Actualización de las previsiones del sector inmobiliario para 2023 y 2024

El segundo semestre de este año será clave para determinar hasta qué punto el aumento acumulado de los tipos de interés tiene un impacto más o menos significativo sobre el conjunto de la economía y, en particular, sobre el sector inmobiliario. Sin embargo, también hay varios factores de signo contrario que seguirán apoyando a la demanda y los precios de vivienda, entre los que destacan un mercado laboral resiliente (prevemos la creación de 390.000 puestos de trabajo en 2023 y 270.000 en 2024 en términos de ocupados EPA), una inflación a la baja (por debajo del 4% en 2023) y unos salarios con crecimientos más dinámicos (en torno al 4%-5% en 2023, y en torno al 3,5%-4% en 2024). Asimismo, los elevados flujos migrato-

Previsiones de CaixaBank Research para el sector inmobiliario español

	2022	2023	2024
Precio de la vivienda (MITMA), variación (%)	5,0	2,9	1,1
Compraventas (miles)	650	500	510
Visados de obra nueva (miles)	109	90	105

Fuente: CaixaBank Research.

rios (el INE estima que en 2023 y 2024 la población extranjera aumentará en unas 490.000 personas al año) seguirán sosteniendo la demanda de vivienda en las zonas de mayor actividad económica.

En cuanto a la demanda, esperamos que las compraventas disminuyan considerablemente en los próximos meses, hasta cerca de las 500.000 en el conjunto de 2023, una cifra similar a la registrada en 2019 pero un 23% inferior a la de 2022 (650.000). Esta previsión ha sido revisada recientemente al alza (480.000 en la anterior previsión)³ debido al descenso menor de lo esperado de las compraventas en los primeros meses del año. Por segmentos, se espera que el mayor ajuste se concentre en las compraventas de vivienda de segunda mano. En cambio, el número de compraventas de vivienda nueva se mantendrá en un rango similar al del año anterior (unas 110.000 viviendas, en consonancia con el número de viviendas iniciadas en los últimos 12-18 meses).

En el mismo sentido, también revisamos al alza la previsión del precio de la vivienda debido a los buenos datos del 1T. En concreto, mejoramos significativamente la proyección anual para 2023, del 0,2% al 2,9% (valor de tasación, MITMA). A pesar de estas revisiones al alza, es importante tener en cuenta que se deben al buen desempeño observado hasta la fecha y a la rigidez a la baja de los precios a corto plazo. De cara a los próximos trimestres, en línea con el debilitamiento de la demanda y de la economía en general, seguimos esperando una notable desaceleración, tal y como se refleja en nuestra previsión para 2024 (1,1%).

Finalmente, la oferta de vivienda seguirá estando muy limitada (previsión de 90.000 visados en 2023), muy inferior a la creación neta de hogares. Las señales de enfriamiento de la demanda, las novedades legislativas, los problemas estructurales del sector y unos costes de construcción que se mantienen elevados pese a la reciente moderación no hacen prever que la falta de oferta de vivienda se revierta en los próximos trimestres.

Judit Montoriol Garriga

^{2.} Clasificamos los municipios entre turísticos y el resto según si el gasto con tarjetas extranjeras en TPV CaixaBank fue superior (o inferior) al 10% del total en 2019.

^{3.} Previsión publicada en el Focus «<u>Sector inmobiliario español: balance 2022 y perspectivas 2023</u>» en el IM04/2023.



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	04/23	05/23	06/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	4,4	4,6	0,8	1,4	-0,9		
Indicador de confianza en la industria (valor)	0,6	-0,8	0,4	-5,1	-5,3	-4,4	-1,6	-5,4	-8,5
PMI de manufacturas (valor)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	49,0	48,4	48,0
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	-1,9	0,1		
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,6	28,9	33,6	23,0	17,3	10,1	5,9		
Precio de la vivienda	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	3,5	_	-	-
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	57,9	56,7	
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	1,1	0,2	1,9	6,7	5,7	6,0	
Matriculaciones de automóviles	158,0	-3,0	-10,3	3,1	2,6	45,5	8,2	8,3	13,3
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,0	-32,7	-28,1	-22,8	-20,3	-20,7	-16,5
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	13,3	_	_	_
Afiliados a la Seguridad Social ²	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	2,5	3,0	2,9	2,6
PIB	5,5	5,5	7,7	4,9	3,1	4,2	_	-	_

Precios

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
General	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	4,1	3,2	1,9
Subyacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	6,6	6,1	5,9

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	04/23	05/23	06/23
					11 2023	04/23	03/23	00/23
21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	20,5	18,0		
24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	24,0	19,5		
11,5	7,3	7,8	6,1	7,3	21,5	24,0		
17,9	18,5	14,7	14,4	18,5	34,1	37,0		
-6,4	-11,2	-7,0	-8,3	-11,2	-12,6	-12,9		
22,4	19,2	19,5	18,0	19,2	35,1	37,7		
	24,8 11,5 17,9 -6,4	24,8 33,4 11,5 7,3 17,9 18,5 -6,4 -11,2	24,8 33,4 35,2 11,5 7,3 7,8 17,9 18,5 14,7 -6,4 -11,2 -7,0	24,8 33,4 35,2 38,1 11,5 7,3 7,8 6,1 17,9 18,5 14,7 14,4 -6,4 -11,2 -7,0 -8,3	24,8 33,4 35,2 38,1 33,4 11,5 7,3 7,8 6,1 7,3 17,9 18,5 14,7 14,4 18,5 -6,4 -11,2 -7,0 -8,3 -11,2	24,8 33,4 35,2 38,1 33,4 24,0 11,5 7,3 7,8 6,1 7,3 21,5 17,9 18,5 14,7 14,4 18,5 34,1 -6,4 -11,2 -7,0 -8,3 -11,2 -12,6	24,8 33,4 35,2 38,1 33,4 24,0 19,5 11,5 7,3 7,8 6,1 7,3 21,5 24,0 17,9 18,5 14,7 14,4 18,5 34,1 37,0 -6,4 -11,2 -7,0 -8,3 -11,2 -12,6 -12,9	24,8 33,4 35,2 38,1 33,4 24,0 19,5 11,5 7,3 7,8 6,1 7,3 21,5 24,0 17,9 18,5 14,7 14,4 18,5 34,1 37,0 -6,4 -11,2 -7,0 -8,3 -11,2 -12,6 -12,9

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7			
A la vista y ahorro	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,3	-2,6	-4,3	
A plazo y preaviso	-24,4	-19,7	-25,4	-19,2	-7,3	7,7	27,7	38,6	
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	15,6	6,6	-3,2	7,4	8,4	6,0	
TOTAL	6,7	5,2	6,0	5,4	3,2	2,1			
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	-0,9	-1,9	-2,4	
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	-1,0	-2,2	-2,8	
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	-1,2	-2,1	-2,5	
Hogares - otras finalidades	-1,2	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	
Administraciones públicas	15,3	0,2	1,9	-3,5	-1,1	-0,2	-4,5	-3,2	
TOTAL	1,1	0,7	0,9	1,0	0,4	-0,9	-2,1	-2,4	
Tasa de morosidad (%) ⁴	4,3	3,5	4,1	3,8	3,7	3,5	3,5		

 $[\]textbf{\textit{Notas:}} \ 1. \ \textit{Estimación EPA.} \ 2. \ \textit{Datos medios mensuales.} \ 3. \ \textit{Datos agregados del sector bancario español y residentes en España.} \ 4. \ \textit{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.

Portugal: la actividad mantiene un buen tono en el 2T

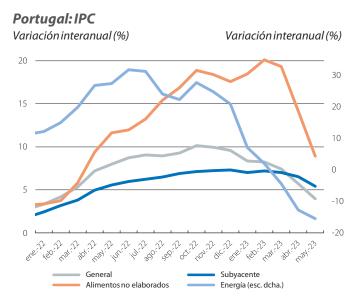
La información disponible para el 2T sugiere un desempeño más positivo de lo anticipado previamente, gracias al consumo y al turismo. Los indicadores de consumo privado (ventas minoristas, ventas de automóviles y pagos con tarjeta) mostraron una notable solidez en mayo, respaldados por un mercado laboral resistente. Adicionalmente, los indicadores relacionados con el turismo continúan mostrando un fuerte dinamismo, con el número de turistas y de vuelos significativamente por encima de los niveles de 2019. Todo ello está teniendo su reflejo en el indicador de sentimiento económico, que en junio mejoró entre los consumidores y en los sectores de la construcción y de los servicios. Se espera que estas tendencias se mantengan activas en la segunda mitad del año, a lo que se podría sumar el impulso de la inversión procedente de los fondos europeos. En este contexto, consideramos que hay margen para una leve mejora en nuestras proyecciones de crecimiento.

La inflación, por debajo del 4% en junio. El avance del IPC sitúa la inflación de junio por debajo del 4% (3,4%), algo que no sucedía desde enero de 2022. La inflación subyacente también descendió, hasta el 5,2%, pero de forma más moderada (5,4% en mayo). Los efectos base en energía (que seguirán siendo fuertes en julio) y la caída interanual de los precios de producción respaldan la tendencia a la baja.

La economía portuguesa registró capacidad de financiación en el 1T 2023. En términos acumulados de 12 meses hasta marzo, se situó en el 0,4% del PIB, en contraste con el –0,6% registrado en 2022, como consecuencia de la mejora en Administraciones públicas y empresas. En el caso de los hogares, la capacidad de financiación siguió reduciéndose, hasta el 0,4% del PIB, lo que reflejó fundamentalmente la reducción del ahorro, hasta el 5,9% de la renta disponible, nivel comparable con los observados en 2008.

El sector público tuvo un comportamiento muy positivo en el 1T y registró el primer superávit en dicho periodo en al menos 24 años. El superávit del 1,2% del PIB refleja la fortaleza del mercado laboral y el dinamismo de la actividad. De hecho, el aumento interanual de los ingresos por impuestos y las contribuciones sociales superó el aumento del consumo y la inversión pública. En términos acumulados de 12 meses, el superávit del 0,1% del PIB contrasta con el déficit del 0,4% al cierre de 2022.

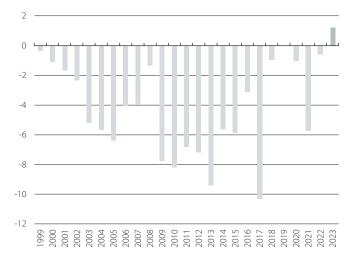
Los precios de la vivienda arrancan 2023 al alza. En el 1T 2023, el índice de precios de la vivienda (IPV) creció un 1,3% trimestral, un ritmo superior al del trimestre precedente (1,1%) y un 8,7% interanual, pese a que las compraventas se redujeron más de un 20%. Otros indicadores referentes ya al 2T del año apuntan que el mercado inmobiliario se mantiene resiliente pese a la subida de los tipos de interés. Así, en mayo, el valor medio por metro cuadrado de las tasaciones ascendió a 1.510 euros, 19 euros más que en abril.



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

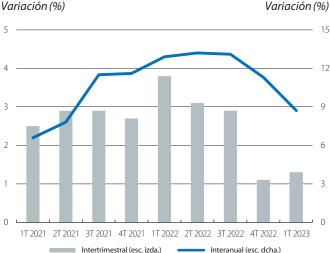
Portugal: sector público, capacidad (+) necesidad (-) de financiación

(% del PIB en el 1T)



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

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



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



El amigo americano: el *boom* del turismo procedente de EE. UU. en Portugal

Pese a que es imposible borrar el episodio negro que supuso la pandemia para el turismo portugués, el sector está retomando el rumbo de la feliz historia que estaba protagonizando en los últimos tiempos: entre 2013 y 2019, Portugal prácticamente había duplicado el número de turistas extranjeros que visitaban el país y llegó a superar los 16 millones ese último año. En este artículo, nos centramos en la recuperación pospandemia del turismo procedente de uno de los mercados emisores estrella en la actualidad: EE. UU.

En 2022, el turismo de no residentes no llegó a recuperarse hasta alcanzar los niveles de 2019, como podemos ver en el primer gráfico. En términos globales, las pernoctaciones de extranjeros se situaron un 5% por debajo del nivel de 2019 y el desfase es aún mayor si hablamos de otros mercados emisores, excluyendo países de Europa. Esto es especialmente significativo en el caso de los turistas asiáticos: la política de COVID cero fue muy restrictiva en China y se prolongó durante prácticamente todo el año. Dos regiones que conjuntamente concentran el 60% de las reservas de extranjeros –el Algarve y el área metropolitana de Lisboa– también registraron unos niveles de pernoctaciones inferiores a las de 2019, un -11 % y un -5 %, respectivamente. Sin embargo, EE. UU. aparece como un caso atípico en el sentido positivo: las pernoctaciones de turistas procedentes de este país superaron en un 27% el nivel de 2019. Con este comportamiento, superaron a Alemania y se convirtió en el cuarto país de procedencia de los turistas que llegan a Portugal (véase el segundo gráfico).

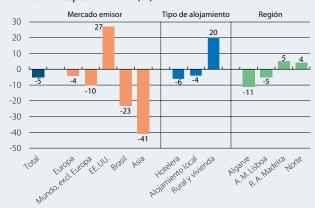
Esta tendencia positiva incluso se está acentuando en 2023. Así, el número de huéspedes procedentes de EE. UU. en el 1T 2023 se situó un 79% por encima del nivel en el mismo periodo de 2019, alcanzando más de 116.000 turistas. Esta cifra explica más de un tercio de la variación total de turistas no residentes entre estos dos periodos (342.000). También cabe señalar los signos de diversificación en el sector que refleja el gran crecimiento de las visitas de turistas procedentes de Canadá y Polonia. Los volúmenes de transacciones con tarjetas bancarias¹ son una prueba más de esta nueva ola de turismo estadounidense. En el 1T 2023, el gasto con tarjetas de EE. UU. fue el tercero más alto (por detrás de Francia y el Reino Unido) y, en concreto, el gasto con estas tarjetas en la categoría «Alojamiento» se aceleró de forma extraordinaria en un +93,5% en comparación con el mismo periodo de 2022.

Las cifras son esclarecedoras, pero ¿cuáles son los motivos? La respuesta tiene varias vertientes. En primer lugar, se ha producido un aumento en las solicitudes de residencia de ciudadanos originarios de EE. UU. En 2021 (último dato disponible facilitado por el INE), las solicitudes de residencia aumentaron hasta más que duplicarse, y los

1. Datos de SIBS analytics.

Portugal: pernoctaciones de extranjeros en 2022

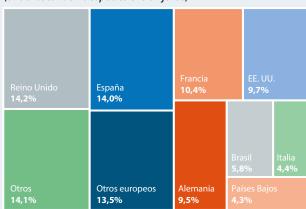
Variación respecto a 2019 (%)



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

Huéspedes extranjeros por país de procedencia (2022)

(% del total de huéspedes extranjeros)



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

residentes con nacionalidad estadounidense aumentaron en un 44%. Sabemos que ya en 2022 Portugal era el país de la UE más buscado por los estadounidenses interesados en mudarse al extranjero, según datos de Google.² El hecho de que haya más estadounidenses viviendo (o interesados en vivir) en el país tiene un efecto multiplicador: supone un mayor número de visitas de familiares y amigos, pero también más visitas turísticas con el objetivo de conocer el país antes de tomar la decisión de mudarse. Por otro lado, se ha producido un significativo aumento de la capacidad aérea en los vuelos entre Portugal y EE. UU.: en el verano de 2019, había 8 ciudades estadounidenses con

2. Más de 41.200 búsquedas mensuales en 2022, un dato que supera a España (segundo país más buscado, con 38.900). Véase https://www.dnoticias.pt/2022/12/2/338723-portugal-destrona-a-espanha-como-odestino-europeu-numero-1-para-norte-americanos-se-mudarem-para-o-exterior-em-2022/#

IM07

conexión aérea con Portugal a través de 4 aerolíneas y con una frecuencia semanal de 79 vuelos. Para el verano de 2023, están previstas 5 aerolíneas, más rutas y 121 vuelos semanales.³ También fue importante la campaña Close to US realizada por Turismo de Portugal y enfocada en el mercado estadounidense. Esta campaña comenzó con la «toma de control» de todas las pantallas digitales en el emblemático Times Square de Nueva York y se realizó en asociación con el evento de lanzamiento de la figura de cera de Cristiano Ronaldo en el museo Madame Tussauds de Nueva York. Pero además de estas acciones emblemáticas, se ha puesto en marcha un plan más amplio que incluye la presencia de la campaña Destino Portugal en plataformas de negocios, como ferias y talleres; la implementación de una estrategia de relaciones públicas dirigida a los principales formadores de opinión del país, y una fuerte campaña de marketing digital. Así mismo, Portugal se está beneficiando de otros factores de competitividad ajenos a la diferencia de precios que han ido tomando más valor en el contexto actual, especialmente en los ámbitos de la salud y la seguridad (véase el cuarto gráfico). Por último, hay otros factores (internos de EE. UU.) que de manera general respaldan el turismo estadounidense: unas tasas de desempleo históricamente bajas y la resiliencia del consumo privado, los excedentes de ahorro acumulados en el periodo de la pandemia y la bajada de los precios del combustible para aviones a niveles anteriores a la guerra en Ucrania.

Sin embargo, la importancia del mercado estadounidense no deriva únicamente de los factores cuantitativos, que ya hemos señalado, sino también de los cualitativos: los turistas estadounidenses son, entre los principales mercados emisores, los que presentan un mayor porcentaje de pernoctaciones en hoteles de 5 estrellas (38%). Si cruzamos los datos de ingresos por exportaciones de viajes y turismo de la balanza de pagos⁴ con los datos de huéspedes y pernoctaciones, encontramos que los turistas estadounidenses son también los que generan el tercer nivel más alto de ingresos por día. El turismo procedente de EE. UU. ha contribuido al restablecimiento de los niveles de turismo previos a la pandemia en la región de Lisboa (dado que más del 50% de sus reservas son en esta región) y es el principal responsable del mayor ritmo de crecimiento del turismo en Portugal que en otros mercados competidores y, por lo tanto, de la ganancia de cuota de mercado.

Para tratar de traducir en cifras lo que podría significar el turismo estadounidense en 2023, hemos realizado un sencillo ejercicio considerando dos escenarios. En el primer escenario, suponemos que el crecimiento de los huéspedes estadounidenses continuará hasta finales de año al mismo ritmo que aumentó hasta abril (en comparación con 2019). En el segundo, asumimos que el turismo proce-

3. Datos de TravelBI (Turismo de Portugal): https://travelbi.turismodeportugal.pt/movimentos-aereos/capacidade-aerea-estimada/

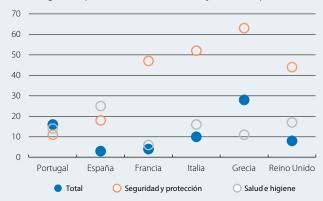
Portugal: variación del número de turistas extranjeros 1T 2023 vs. 1T 2019



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

Portugal: competitividad del turismo

Ranking de los países en 2021 (de 1 = mejor a 117 = peor)



Nota: El ranking engloba 117 países.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del World Economic Forum (Travel & Tourism Development Index).

dente de EE. UU. vuelve a los niveles anteriores a la pandemia y Portugal mantiene la cuota en este mercado observada en 2022. El primer escenario se traduciría en un aumento del número de huéspedes respecto a 2022 de 730.000 personas y 906 millones de euros adicionales en exportaciones. El segundo escenario se traduciría en un aumento del número de huéspedes respecto a 2022 de 345.000 personas y 429 millones de euros adicionales en exportaciones. Independientemente de que se acabe de concretar alguno de estos escenarios, se dan todas las condiciones para que el turismo estadounidense sirva de apoyo para que en 2023 se batan todos los récords de turismo en Portugal.

Tiago Belejo Correia

5. La salida de turistas estadounidenses al extranjero fue de 99,2 millones en 2019; 33,1 millones en 2020; 18,7 millones en 2021, y 80,7 millones en 2022 (datos del Departamento de Comercio, Administración de Comercio Internacional, Oficina Nacional de Viajes y Turismo [NTTO] de EE. UU.). La cuota de mercado de Portugal fue del 1,2% (2019), 0,4% (2020), 0,7% (2021) y 1,9% (2022).

^{4.} Corresponden a los ingresos obtenidos cuando una persona física residente en otro país viaja a Portugal en el marco de un viaje o estancia temporal (registrado como crédito en la balanza de servicios).



Indicadores de actividad y empleo

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Índice coincidente de actividad	3,4	5,8	5,2	4,4	4,5		5,0	5,2	
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	1,8	-0,3	1,0		-6,9	-4,5	
Indicador de confianza en la industria (valor)	-5,3	-3,4	-4,8	-6,3	-5,0	-5,6	-3,7	-5,5	-7,7
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	-3,2	13,5	7,6		-6,0		
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	-2,8	-16,0	-20,8		-		-
Precio de la vivienda (euro / m² - tasación)	8,6	13,8	15,8	13,6	12,9		10,0	9,4	
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	244,4	158,6	116,9		89,0	67,4	
Indicador de confianza en los servicios (valor)	0,1	15,1	16,9	9,9	11,1	13,4	15,9	12,7	11,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	3,3	0,0	1,7		2,4	3,0	
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	4,1	2,8	2,1	3,0		4,0	4,5	
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-31,8	-37,0	-35,1	-29,4	-31,7	-29,8	-26,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	1,1	0,5	0,5		1,0	1,3	
Tasa de paro (% de la población activa)	6,6	6,0	5,8	6,5	7,2		6,5	6,4	
PIB	5,5	6,7	4,8	3,2	2,5		_	-	-

Precios

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
General	1,3	7,8	9,1	9,9	8,0	4,8	5,7	4,0	3,4
Subyacente	0,8	5,6	6,5	7,2	7,1	6,0	6,6	5,4	5,2

Sector exterior

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	18,3	22,9	22,7	22,9	21,5		19,6		
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,0	31,4	35,2	31,4	24,4		21,3		
Saldo corriente	-1,6	-3,2	-4,2	-3,2	-1,1		-0,9		
Bienes y servicios	-5,5	-4,9	-5,3	-4,9	-2,9		-2,3		
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,7	1,1	1,7	1,8		1,4		
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	2,1	-1,1	-1,9	-1,1	1,5		1,6		

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	7,8	6,4	0,5		-0,8	-1,6	
A la vista y ahorro	16,3	7,3	11,2	7,3	-3,1		-5,0	-6,6	
A plazo y preaviso	1,2	5,2	3,3	5,2	5,4		5,1	5,3	
Depósitos de AA. PP.	-4,1	12,4	-0,1	12,4	11,1		21,3	26,0	
TOTAL	9,0	6,5	7,5	6,5	0,8		-0,2	-0,9	
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	2,9	1,8	2,3	1,8	0,0		-0,6	-1,1	
Empresas no financieras	2,2	-0,4	0,1	-0,4	-2,1		-3,0	-3,7	
Hogares - viviendas	3,3	3,2	3,8	3,2	1,5		1,1	0,5	
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	3,3	2,9	0,0		-0,2	0,1	
Administraciones públicas	3,8	-2,7	-1,5	-2,7	-2,0		-2,0	-1,5	
TOTAL	2,9	1,6	2,2	1,6	-0,1		-0,7	-1,1	
Tasa de morosidad (%) ²	3,7	3,0	3,2	3,0	3,1		_	_	_

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



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

Te recomendamos:

Notas Breves de **Actualidad Económica** y Financiera

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



Monitor de consumo

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



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

Síntesis de la situación

Informe Industria manufacturera 2023

Tras lograr esquivar los peores escenarios de desplome de la actividad, la industria manufacturera española se enfrenta a nuevos retos: el impacto de la subida de tipos de interés, los efectos de los problemas de abastecimiento de determinados insumos y el encarecimiento de los costes de producción.



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

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.







@CABK_Research





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







