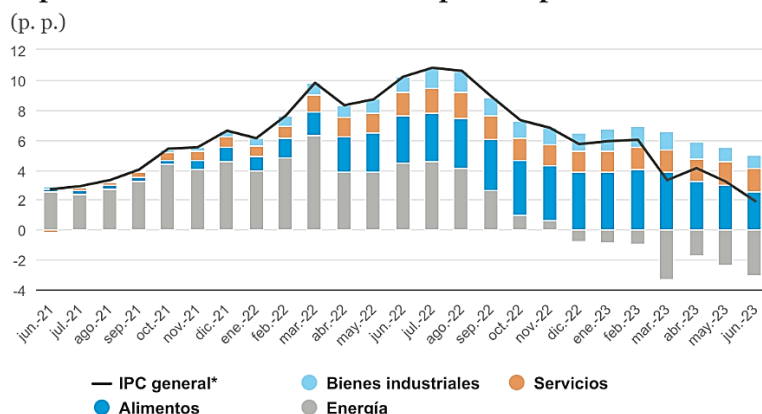


Economía española

La demanda en España se mantiene débil en mayo. Así, las ventas interiores de las grandes empresas se mantuvieron planas en mayo (0,0% intermensual), aunque en términos interanuales la tasa aceleró hasta el 2,1% (0,9% el mes anterior). Por destino, las ventas de consumo retrocedieron un 0,9% intermensual, mientras que las de capital avanzaron un 3,4%. En el promedio de abril y mayo, las ventas interiores caen un 0,1% con respecto al promedio del 1T 2023, lo que apunta a un comportamiento modesto de la demanda interna durante el 2T.

La inflación en España confirma su caída en junio gracias a los alimentos y la energía. El dato final publicado por el INE confirmó la caída notable en la inflación general en junio (1,9% interanual desde el 3,2% en mayo), gracias, principalmente, a un efecto base en los precios en el componente energético, que llevó su tasa de inflación del -19,6% de mayo hasta el -24,9% (esta caída en la inflación energética moderó la inflación general en 0,8 p. p.). Por su parte, la inflación núcleo (que excluye energía y todos los alimentos) se mantuvo inalterada en el 4,3%, en un contexto donde los precios de los servicios siguieron dando algunas señales de tensión. Finalmente, la inflación de los alimentos continuó a la baja, retrocediendo 1,6 p. p. en junio hasta situarse en el 10,0%. En este sentido, las lecturas intermensuales tanto de alimentos frescos como de alimentos elaborados apuntaron a que las presiones alcistas en los precios de estos rubros se han moderado considerablemente (véase la [Nota Breve](#)).

España: contribución a la inflación por componentes



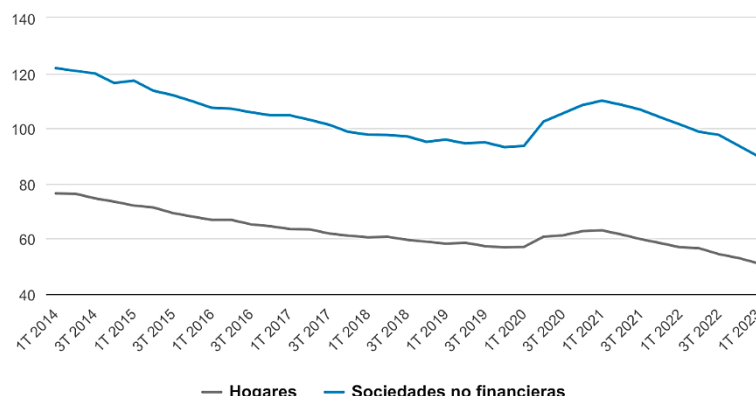
Nota: *Variación interanual.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

La actividad inmobiliaria en España se sigue moderando. En mayo, se realizaron 51.939 compraventas de vivienda, un 6,5% menos que en mayo de 2022. En lo que llevamos de año, las compraventas han retrocedido un 4,1% interanual, debido, entre otros factores, al impacto sobre la demanda del aumento de los tipos de interés y de la erosión del poder adquisitivo de los hogares. Por segmentos, la caída en mayo se concentró en la vivienda de segunda mano (-8,7% interanual). Por su parte, la compraventa de vivienda de obra nueva avanzó un 3,8% interanual, si bien en lo que llevamos de año también se encuentra en retroceso (-2,4% interanual). De cara a los próximos trimestres, seguimos esperando un notable ajuste en el número de compraventas respecto a los elevados registros de 2022, pero hay varios factores que seguirán dando soporte al sector y que hacen improbable una fuerte corrección como la experimentada en 2008-2013, entre los que destacan un mercado laboral resiliente y unos flujos de inmigración significativos.

Los hogares y empresas españoles han continuado reduciendo su deuda. En el 1T 2023, la deuda de las sociedades no financieras (en términos nominales) cayó respecto al cierre de 2022 en 20.600 millones de euros (-1,7%), mientras que la deuda de los hogares anotó una caída de 7.900 millones (-1,1%). En porcentaje de PIB, las ratios de endeudamiento tanto de hogares como de empresas han descendido de forma notable. Así, la deuda de las empresas se situó en el 89,9% del PIB en el 1T 2023, es decir, 3,8 p. p. inferior respecto al 4T 2022 y en un nivel parecido al de mediados de 2004. Por su parte, la deuda de los hogares se situó en el 51,1% del PIB, -1,9 p. p. respecto al 4T 2022 y hasta situarse cerca del nivel de finales de 2002. Las ratios de endeudamiento en España se mantienen muy por debajo de los correspondientes datos del promedio de la eurozona: -12,5 p. p. para empresas y -5,1 p. p. para hogares.

España: deuda del sector privado

(% del PIB)



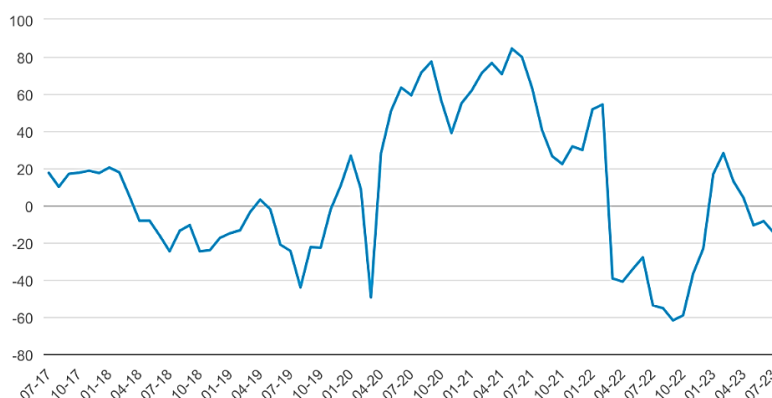
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Economía internacional

Las perspectivas para la economía alemana siguen deteriorándose. De hecho, el indicador de expectativas ZEW decepcionó al caer más de lo esperado en julio, con el porcentaje de encuestados que anticipa un deterioro adicional de la situación subiendo en 2,9 p. p., hasta el 36%, mientras que el porcentaje de los que confían en una mejora desciende en 3,3 p. p., hasta el 21%. En este contexto de debilidad económica, el Gobierno alemán ha reafirmado su compromiso con la vuelta a la «normalidad fiscal» y ha presentado un presupuesto para 2024 con el que pone fin a tres años de estímulos fiscales extraordinarios. De hecho, el gasto público se recorta un 6% (solo la partida de defensa se ve incrementada) y se espera situar el déficit público en torno al 0,4% del PIB (2,3% estimado para 2023). Además, se reactiva la regla constitucional que limita el incremento anual de la deuda pública (*debt brake*) para reducir la ratio de deuda sobre el PIB desde el 68% estimado en 2023. El documento, que ha de ser aprobado todavía por el Parlamento, da algunas pistas de la posición que adoptará Alemania en el debate en curso sobre la reforma de las reglas fiscales.

Alemania: índice de sentimiento económico ZEW

Balance de respuestas



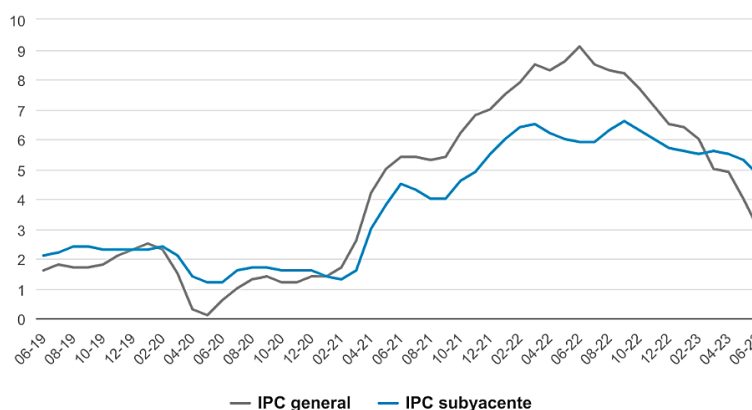
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ZEW alemán.

La inflación de EE. UU. sigue con la buena dinámica en junio. La inflación general (IPC) de EE. UU. cayó 1 p. p. en junio hasta alcanzar el 3% interanual, un nivel no visto desde marzo de 2021 y que se ubica ligeramente por debajo de lo esperado por el consenso de analistas. A diferencia de otros meses, el descenso de la inflación en junio no fue causado solamente por unos menores precios energéticos (pues la inflación núcleo descendió 0,5 p. p.) o por efectos base (pues el aumento intermensual desestacionalizado tanto del IPC general como núcleo fue del 0,2%, consistente con una

evolución interanual del 2%). De hecho, los signos de desinflación fueron visibles en la mayor parte de la cesta, con caídas en importantes partidas subyacentes, como los costes de la vivienda (*shelter*), con gran peso en la cesta, o en los vehículos usados. Por su parte, los precios al productor (PPI) también se desaceleraron más de lo esperado hasta alcanzar una inflación del 0,1% interanual en junio (0,9% en mayo). En balance, pensamos que los datos de junio van en la dirección que desea la Reserva Federal, pero no lo suficiente como para persuadir al banco central para no subir sus tipos de interés oficiales en la próxima reunión de finales de julio, o ni tan siquiera moderar el tono *hawkish* sobre la trayectoria de la política monetaria (véase la [Nota Breve](#)).

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

Las cifras del sector exterior siguen pronosticando un entorno retador para el crecimiento de China. Las exportaciones de China se contrajeron un 12,4% en junio (vs. -7,5% en mayo), lo que representa la mayor caída, en términos interanuales, desde marzo de 2020. Por su parte, las importaciones descendieron un 6,8% (vs. -4,5% en mayo), una caída que, no obstante, ha sido en parte contrarrestada por un nivel récord de importaciones de energía. Mientras la demanda global se siga enfriando y persista el rebalanceo del consumo hacia los servicios, se espera que las exportaciones de China mantengan esta debilidad, añadiendo así un viento en contra más a las perspectivas de crecimiento para este año. Testigo de la debilidad de la demanda, la inflación general (IPC) en China sigue enfriándose y ha llegado en junio al 0,0% (vs. 0,2% en mayo), mientras que la inflación subyacente cayó del 0,6% al 0,4%.

Mercados financieros

Las señales de moderación de la inflación en EE. UU. activan el apetito por el riesgo inversor. Semana marcada por el aplauso inversor a las señales de desinflación en junio en EE. UU., tanto desde la óptica de precios del consumidor como del productor, que además se suman a otros datos de resiliencia del ciclo económico y del mercado laboral estadounidense. En balance, los implícitos del mercado monetario cierran la semana con una reducción de entre 5 a 10 p. b. para el tipo terminal cotizado este año tanto para la Fed como para el BCE. También la rentabilidad de los bonos soberanos se redujo con fuerza, con caídas de hasta 30 p. b. en las referencias a 10 años de EE. UU. y en torno a 20 p. b. en la eurozona, donde los datos económicos siguen mostrando una pérdida de dinamismo económico. La correlación entre las rentabilidades de la deuda soberana y las acciones fue negativa una semana más, con subidas generalizadas en los índices bursátiles. Por otro lado, el dólar sufrió una semana de fuerte debilidad y se depreció un 2% frente a sus principales socios comerciales. Así, frente al dólar, el euro se apreció hasta sus máximos del año (1,12 dólares por euro) mientras que el yen se apreció un 3% (por debajo de 140 yenes por dólar), ante la expectativa de que el Banco de Japón pueda cambiar el rumbo de su política monetaria ultralaxa. Por último, en cuanto a las materias primas, el precio de la referencia europea de gas natural (TTF holandés) se redujo un 20% en la semana, en un contexto de elevados niveles de reservas, especialmente para esta época del año. En cuanto al petróleo, el precio de la referencia Brent avanzó un 4% en la semana hasta superar los 80 dólares por barril, por la debilidad de la moneda verde y tras los anuncios de recortes en la producción y las exportaciones de Arabia Saudí y Rusia.

El BCE no tiene suficiente confianza en la inflexión de la inflación. El pasado 15 de junio, el BCE subió sus tipos oficiales en 25 p. b. y señaló como «muy probable» un nuevo incremento en julio. Las actas de esa reunión, publicadas recientemente, refuerzan estas perspectivas al señalar una preocupación dentro del Consejo de Gobierno sobre una inflación demasiado elevada durante demasiado tiempo. Aunque las actas muestran algo más de pesimismo respecto a la actividad (los miembros del BCE ven datos peores de lo previsto en sus proyecciones y riesgos a la baja), además de una valoración positiva del descenso que ya ha realizado la inflación, también resaltan que, en la lucha contra las presiones de precios subyacentes, el BCE todavía no ve suficiente evidencia como para considerar que se ha alcanzado un punto de inflexión. En este sentido, las actas reflejan una discusión sobre la interacción entre los márgenes empresariales y los salarios, en la que el BCE concluye que la política monetaria tiene un papel clave para enfriar la demanda agregada y así facilitar que los márgenes absorban las presiones de los costes laborales. Todo ello, sumado a las declaraciones que distintos miembros del BCE han ido realizando desde la reunión, es consecuente con un nuevo incremento de 25 p. b. en los tipos en julio, un movimiento plenamente descontado por los mercados monetarios.

		13-7-23	7-7-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,66	3,64	2	153	366
	EE. UU. (Libor)	5,57	5,56	+1	80	283
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	4,17	4,19	-2	88	322
	EE. UU. (Libor)	6,04	6,04	+0	56	206
Tipos 10 años	Alemania	2,49	2,64	-15	5	131
	EE. UU.	3,76	4,06	-30	-11	80
	España	3,49	3,69	-19	-2	116
	Portugal	3,20	3,37	-18	-24	82
Prima de riesgo (10 años)	España	101	105	-4	-7	-15
	Portugal	71	73	-2	-29	-49
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		4.510	4.399	2,5%	17,5%	19,0%
Euro Stoxx 50		4.392	4.237	3,7%	15,8%	29,3%
IBEX 35		9.479	9.249	2,5%	13,9%	21,5%
PSI 20		6.017	5.889	2,2%	5,1%	4,6%
MSCI emergentes		1.021	981	4,1%	6,7%	5,7%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,123	1,097	2,4%	4,9%	12,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,855	0,854	0,1%	-3,5%	0,9%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,149	7,225	-1,1%	3,6%	5,8%
USD/MXN	pesos por dólar	16,840	17,147	-1,8%	-13,6%	-19,0%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		104,5	101,9	2,6%	-7,3%	-6,4%
Brent a un mes	\$/barril	81,4	78,5	3,7%	-5,3%	-17,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	26,6	33,5	-20,5%	-65,1%	-84,8%

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