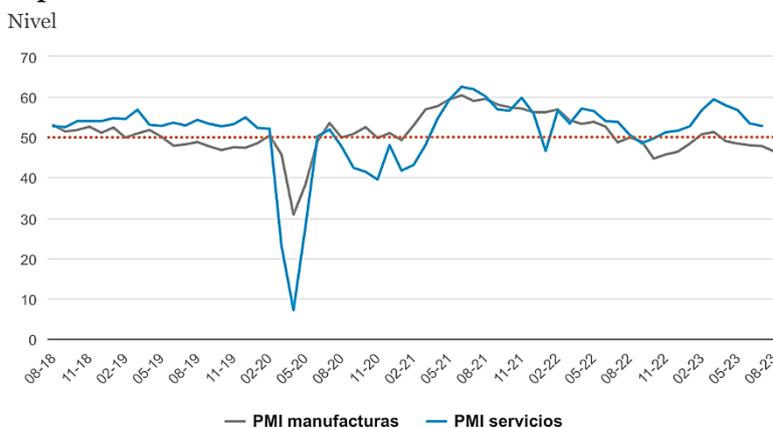


Economía española

Los indicadores españoles de clima empresarial anticipan una desaceleración de la actividad. En agosto, el índice PMI para el sector manufacturero sufrió un importante deterioro, debido a la caída de los pedidos, y se situó en los 46,5 puntos, 1,3 puntos por debajo del mes de julio, y muy por debajo del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). Esta lectura sugiere que el ritmo de contracción de la actividad industrial se ha intensificado respecto a los meses anteriores. A la espera del dato de agosto, el indicador homólogo para el sector servicios ya retrocedió en julio 0,6 puntos hasta los 52,8 puntos. Este comportamiento apunta a que la actividad sigue creciendo en el sector, aunque a un menor ritmo. Por su parte, también en julio, las ventas minoristas crecieron un 0,2% intermensual y un 7,3% en términos interanuales, con avances prácticamente generalizados entre todos sus subcomponentes. Respecto a la producción industrial, retrocedió en junio un 1,0% intermensual (-3,0% interanual), con caídas intermensuales en todos los sectores excepto el de bienes intermedios. En el conjunto del 2T 2023, la producción industrial retrocedió un 1,1% con respecto al 1T del año.

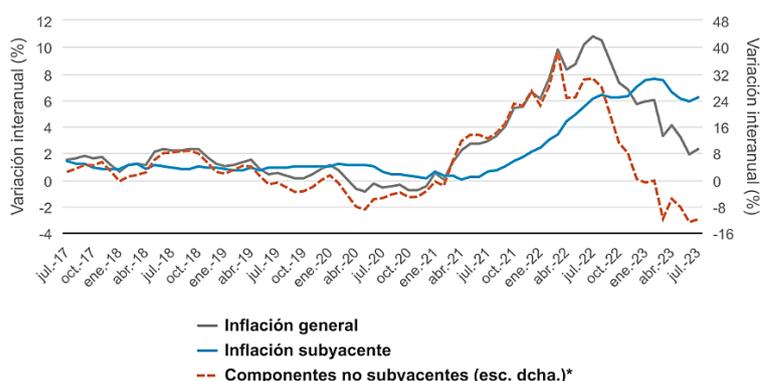
España: indicadores de actividad



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

La inflación en España repunta en agosto a causa del alza en los precios de los carburantes. La inflación general repuntó en agosto y se situó en el 2,6% (2,3% en julio), según el indicador adelantado del IPC del INE. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se moderó hasta el 6,1% (6,2% en julio). El INE no ha publicado el detalle por componentes, pero destacó que la evolución al alza de la inflación general ha estado determinada, principalmente, por el aumento de los precios de los carburantes y los combustibles. También destaca que los efectos de base en los precios de la electricidad han contribuido a moderar el avance de la inflación. En conjunto, el dato de inflación general se ha situado ligeramente por encima del rango esperado por CaixaBank Research, mientras que la inflación subyacente se sitúa en línea con lo esperado (véase la [Nota Breve](#)).

España: evolución del IPC



Notas: *Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Pese a la caída de los intercambios comerciales, el déficit comercial continuó reduciéndose en junio. Por tercer mes consecutivo, en junio cayeron las exportaciones de bienes (-2,8% interanual), pero, dado que las importaciones lo hicieron con más intensidad (-9,9%), el déficit se redujo con fuerza hasta 2.355 millones de euros (-5.394 millones en junio de 2022). Con este dato, el 1S 2023 cerró con un déficit de 16.420 millones de euros, la mitad que en el 1S 2022 (-31.963 millones), pero por encima del promedio de 2014-2019 (-11.938 millones). Por componentes, la mejora es generalizada: por un lado, el déficit energético se contrajo en el 1S hasta 16.705 millones (-25.894 millones en el mismo periodo de 2022), gracias a las menores importaciones en volumen (-17,6% interanual), en un contexto de caída de precios (-12,3%). Por otro lado, la balanza de bienes no energéticos anotó un superávit de 285 millones (vs. déficit de 6.069 millones en 2022), fruto del mayor dinamismo de las exportaciones (6,9% vs. -3,1% las importaciones), resultado que se explica por un «efecto precio» (se encarecieron un 8,7%), ya que en volumen cayeron un 1,6%.

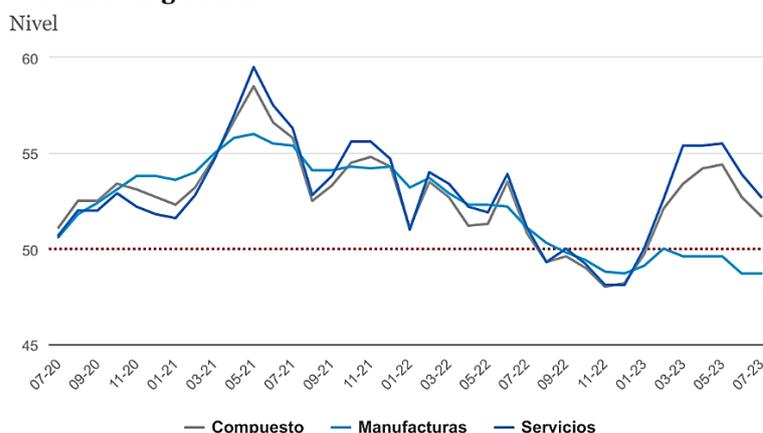
La actividad inmobiliaria española mantiene una tendencia de desaceleración muy gradual. En junio se realizaron 53.999 compraventas de vivienda, un 6,4% menos que en el mismo mes del año anterior. En el conjunto del 1S 2023, se llevaron a cabo 315.783 compraventas de vivienda, un 4,5% menos que en el 1S 2022. Sin embargo, esta cifra de compraventas todavía se sitúa un 55% por encima del 1S 2019 (prepandemia). De este modo, si bien es cierto que la actividad inmobiliaria se está desacelerando, lo hace a un ritmo muy suave y, además, el punto de partida es muy elevado. De cara al 2S, prevemos que se acentúe la intensidad de la desaceleración, a medida que siga filtrándose el impacto de la subida de tipos de interés.

Economía internacional

Los datos de crecimiento globales en el 2T fueron bastante positivos, en términos generales. Entre las principales economías que publicaron el PIB, se observa un mayor ritmo de crecimiento. Así, Japón creció un 1,5% intertrimestral vs. un 0,9% anterior; el Reino Unido, un 0,2% vs. un 0,1%; la eurozona, un 0,3% vs. un 0,0%; EE. UU., un 0,5% vs. un 0,5%; Turquía, un 3,5% vs. un -0,1%; y México, un 0,8% vs. un 1,0%. La gran decepción fue China, que frenó sustancialmente su avance (0,8% vs. 2,2%), frustrando las esperanzas depositadas en su capacidad de reactivación tras su apertura.

Sin embargo, durante el verano, las perspectivas de crecimiento global han empeorado. Varios han sido los elementos que contribuyen a este deterioro de expectativas. A la ralentización ya comentada de China se suman los problemas de su sector inmobiliario, que generaron diversos episodios de inestabilidad financiera en el periodo estival. Además, los principales bancos centrales, aunque reconocen que los tipos de interés ya se encuentran en terreno contractivo, siguen firmes en su discurso de mantener los tipos de interés elevados durante más tiempo (*high for longer*). Tampoco ayudó que el crecimiento del PIB en la eurozona estuviese sostenido, prácticamente, por factores transitorios. Este menor optimismo se reflejó en la evolución del PMI mundial, que en julio cayó hasta un nivel de 51,7 (52,7 anterior), debido a la desaceleración que se anticipa para el sector servicios (51,0 vs. 52,3), en un contexto de debilidad del sector manufacturero (se mantuvo en niveles de 48,7, mínimos del año). Además, las caídas registradas en agosto por este índice en las grandes economías anticipan un nuevo descenso para el índice mundial.

Indicadores globales PMI



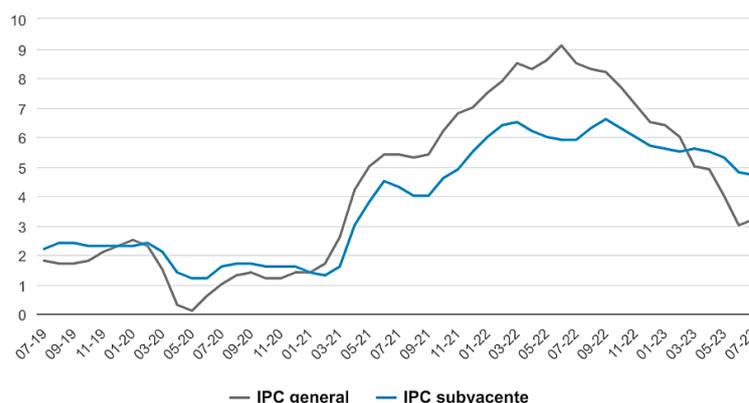
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Las perspectivas para la eurozona se deterioran sustancialmente. La eurozona creció en el 2T un 0,3% intertrimestral, tras estancarse en el 1T (revisado al alza desde el -0,1%). Sin embargo, este resultado se explica por el fuerte crecimiento de Francia (0,5% vs. 0,1% en el 1T), aupado por la entrega de un buque que ha hinchado las exportaciones, y por la volatilidad de los datos de Irlanda (+3,3% vs. -2,8%). De excluirse ambos elementos, la eurozona apenas habría crecido, dado que Italia cayó un 0,3% (+0,6% anterior) y Alemania se estancó, tras dos trimestres de caída. Las dudas que se ciernen sobre la evolución de la economía de la eurozona se reflejan en la evolución de los principales indicadores de clima empresarial, y Alemania es la que genera más dudas. Así, en agosto, el PMI compuesto de la eurozona cayó por cuarto mes consecutivo (47,0 vs. 48,6), al tiempo que el índice de sentimiento económico de la Comisión cayó 1,2 puntos, hasta 93,3, mínimo desde noviembre de 2020. Respecto a Alemania, el Ifo cayó en agosto por cuarto mes consecutivo hasta mínimos desde octubre de 2022 (85,7 vs. 87,4 en julio). La debilidad que se anticipa para la eurozona aconseja una revisión a la baja de nuestras previsiones de crecimiento para la región, actualmente en el 0,7% para 2023 y el 1,0% para 2024. En este contexto de debilidad económica, continúan las evidencias de desinflación gradual pero sostenida: en agosto, la inflación general se mantuvo sin cambios en el 5,3% (por una contribución menos negativa de la energía, dado que el resto de componentes disminuyeron); mientras que la núcleo (sin energía ni alimentos) cayó 0,2 p. p., hasta el 5,3% (véase la [Nota Breve](#)).

Señales mixtas en la economía de EE. UU. de cara al 3T. Los indicadores económicos publicados durante el mes de agosto ofrecieron señales dispares sobre el ritmo de crecimiento económico estadounidense. Por un lado, el mercado laboral siguió normalizándose y el número de vacantes de trabajo se situó en julio en 8,8 millones, frente a los 9,2 del mes anterior (revisados en 0,4 millones a la baja). Asimismo, la creación de empleo, según la encuesta del ADP, se situó en agosto en 177.000 puestos de trabajo, un ritmo más normalizado que los 272.000 en media entre enero y julio. En una línea similar, el PMI compuesto de agosto descendió de los 52 puntos hasta los 50,4, todavía algo por encima del umbral que separa el terreno expansivo del contractivo. Por otro lado, el mercado inmobiliario está ofreciendo señales de resistencia, con aumentos en el número de compraventas (las ventas de nuevas viviendas aumentaron en julio de 684.000 a 714.000, un nivel más elevado que los 649.000 de media desde enero de 2022), a pesar de la resistencia a la baja de los precios. Según el modelo Nowcasting de la Reserva Federal de Atlanta, el PIB de EE. UU. podría crecer cerca de un 6% intertrimestral anualizado en el 3T, una cifra mucho más que notable y claramente por encima del consenso de analistas y de nuestra propia previsión.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

Los indicadores de clima económico reflejan la debilidad de la economía china. El PMI manufacturero oficial se situó en los 49,7 puntos en agosto, una ligera recuperación con respecto a julio (+0,4 puntos). Mientras, el PMI no manufacturero cayó hasta 51,0 puntos (vs. 51,5 en el mes anterior) y acusó la caída en servicios, hasta mínimos desde la reapertura en el 1T 2023 (50,5 vs. 51,5). El índice de construcción subió 2,6 puntos con respecto al mes anterior, hasta 53,8, lo que puede responder al incremento de la inversión pública en infraestructuras en un entorno en el que el gigante asiático se está enfrentando a numerosos vientos en contra, como la caída de la demanda externa y los temores de un «aterrizaje forzoso» en el sector inmobiliario.

La revisión del PIB confirma que la economía portuguesa se estancó en el 2T 2023. Tras crecer un extraordinario 1,6% intertrimestral en el 1T, en el 2T el crecimiento del PIB fue nulo, debido a que la debilidad de la demanda externa contrarrestó el avance de la demanda interna (aportó 0,4 p. p.). En este contexto, la evolución del mercado de trabajo fue relativamente positiva, con una tasa de paro que cayó hasta el 6,1% en el 2T (7,2% en el 1T). En cualquier caso, no cabe esperar un repunte significativo de la actividad en los próximos meses, habida cuenta de la moderación que siguen mostrando los principales indicadores de clima empresarial y sentimiento económico: por ejemplo, el índice de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea cayó en agosto 3,4 puntos, hasta 96,9, mínimo desde marzo de 2021. Por último, la inflación repuntó en agosto 0,6 p. p., hasta el 3,7%, acusando el aumento de los precios de los combustibles, mientras que la subyacente cedió 0,2 p. p., hasta el 4,5%.

Mercados financieros

Volatilidad en las bolsas internacionales en agosto, que amaina a final de mes. Los activos de riesgo sufrieron en el mes como consecuencia del repunte en las expectativas de los tipos de interés en EE. UU. y la debilidad de la demanda china. La rentabilidad de los tipos soberanos estadounidenses a 10 años llegó a tocar máximos de 16 años en el 4,34% hacia mediados de mes, aunque esta tendencia se ha revertido de forma importante en la última semana, cuando los últimos datos conocidos sobre PIB, mercado laboral y precios siguen señalando un ciclo económico dinámico pero no exento de riesgos. De este modo, los tipos a 10 años se contraen en la semana 13 p. b., para dejar el alza del mes de agosto en apenas 15 p. b. En la eurozona, donde las señales de debilidad del ciclo económico han sido más acusadas a lo largo de todo el mes, las referencias a largo plazo terminan la semana cediendo en torno a 10 p. b. Las bolsas occidentales, por su parte, sí han tenido un buen desempeño semanal, en especial las estadounidenses. Esto maquilla su cierre de mes, que no obstante sigue en negativo. Las bolsas chinas también han rebotado en la semana, aunque no ha sido suficiente para que sus resultados de cierre de mes ganen lustre (CSI300 -6,2%, Hang Sen -8,5%). En cuanto a las divisas, también el dólar se ha movido por las expectativas de tipos, en este caso con correlación directa, apreciándose con fuerza desde mediados de julio, aunque en las últimas sesiones este movimiento perdió algo de fuerza. Por último, en el mercado de materias primas destaca la volatilidad en la cotización del precio del gas natural en el mes, con la referencia TTF europea creciendo un 23,5% desde julio por los temores sobre el suministro en otoño derivados de la amenaza de huelga en un importante productor australiano. También el precio del crudo se ha mostrado bastante volátil, con un barril de Brent que se encarece en la última semana casi un 3,0% superando los 86 dólares y acusa el impacto de los bajos niveles de inventarios en EE.UU. y la decisión de Arabia Saudí de prolongar los recortes hasta, al menos, el mes de octubre.

Los bancos centrales afrontan un final del ciclo de subidas marcado por la incertidumbre. Los presidentes de los principales bancos centrales del mundo acudieron a su cita habitual de finales de agosto en Jackson Hole y en sus discursos reiteraron su compromiso de recuperar la estabilidad de precios y devolver la inflación al 2%. Para ello, tanto Jerome Powell como Christine Lagarde se mostraron firmes en la intención de mantener la política monetaria restrictiva por un prolongado periodo de tiempo, aunque se mostraron algo más dubitativos acerca de la necesidad de seguir subiendo los tipos de interés. El hecho de que la inflación siga moderándose, aunque desde niveles elevados, y que los indicadores de actividad se hayan debilitado significativamente, sobre todo en Europa, ha hecho que las expectativas de los mercados financieros sobre más subidas de tipos en las siguientes reuniones se enfriaran. En el caso de la eurozona, la probabilidad de observar una subida de tipos en lo que queda de año cerró agosto en alrededor del 60%, frente al casi 100% que se cotizaba a mediados de julio, mientras que en EE. UU. las probabilidades se mantienen por debajo del 50%.

		31-8-23	25-8-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3.80	3.79	1	166	308
	EE. UU. (Libor)	5.67	5.67	+0	90	253
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	4.10	4.05	+6	81	225
	Alemania	2.47	2.56	-9	3	91
Tipos 10 años	EE. UU.	4.11	4.24	-13	24	86
	España	3.48	3.59	-11	-4	72
	Portugal	3.19	3.28	-8	-24	54
Prima de riesgo (10 años)	España	102	103	-1	-7	-19
	Portugal	73	71	1	-27	-37
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		4,508	4,406	2.3%	17.4%	13.6%
Euro Stoxx 50		4,297	4,236	1.4%	13.3%	24.3%
IBEX 35		9,506	9,339	1.8%	14.3%	21.8%
PSI 20		6,174	6,121	0.9%	7.8%	3.6%
MSCI emergentes		980	971	1.0%	2.5%	0.4%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1.084	1.080	0.4%	1.3%	9.0%
EUR/GBP	libras por euro	0.856	0.858	-0.3%	-3.4%	-0.7%
USD/CNY	yuanes por dólar	7.259	7.287	-0.4%	5.2%	5.1%
USD/MXN	pesos por dólar	17.038	16.748	1.7%	-12.6%	-15.6%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		106.0	105.5	0.5%	-6.0%	-11.2%
Brent a un mes	\$/barril	86.9	84.5	2.8%	1.1%	-6.0%
Gas n. a un mes	€/MWh	35.0	34.8	0.7%	-54.1%	-85.6%

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