IM09

INFORME MENSUAL
NÚMERO 481 | SEPTIEMBRE 2023

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Inflación europea: unida en la diversidad

El Reino del Medio y sus vecinos (parte I): una perspectiva geoeconómica

El Reino del Medio y sus vecinos (parte II): dos casos de estudio

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El repunte del ahorro y el dinamismo de la renta bruta disponible de los hogares españoles: ¿qué está pasando?

En España, se prolonga el desapalancamiento de hogares y empresas

Nuevas perspectivas para el sector turístico español: fortaleza y moderación

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Septiembre 2023

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

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

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

Fecha de cierre de esta edición:
5 de septiembre de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.*
Ricard Murillo Gili

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Inflación europea: unida en la diversidad*

16 *El Reino del Medio y sus vecinos (parte I): una perspectiva geoeconómica*
Luís Pinheiro de Matos

18 *El Reino del Medio y sus vecinos (parte II): dos casos de estudio*
Luís Pinheiro de Matos

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

24 *El repunte del ahorro y el dinamismo de la renta bruta disponible de los hogares españoles: ¿qué está pasando?*
Javier Garcia-Arenas

26 *En España, se prolonga el desapalancamiento de hogares y empresas*
Sergio Díaz Valverde

29 *Nuevas perspectivas para el sector turístico español: fortaleza y moderación*
David Cesar Heymann y Javier Ibáñez de Aldecoa

32 ECONOMÍA PORTUGUESA

33 *Sector inmobiliario portugués: desaceleración* ma non troppo
Tiago Belejo Correia

Retos y desafíos para el nuevo curso económico

El inicio del nuevo curso económico viene marcado por la sensación de que podemos estar afrontando un punto de inflexión en el comportamiento de la economía. La información conocida en las últimas semanas certificó una evolución de la actividad mundial en la primera parte del año mucho mejor de lo esperado hace unos trimestres, con un crecimiento anualizado próximo al 3% hasta el mes de junio, nuevas mejoras en el proceso desinflacionista y el mantenimiento de una elevada fortaleza en los mercados de trabajo. Además, la noticia positiva ha sido una época estival de relativa tranquilidad, a pesar de la apertura de nuevos polos de inestabilidad geopolítica (Sahel, etc.) y de la sensación de que China va a tener problemas importantes para superar la trampa de la renta media, lo que va a tener importantes consecuencias a medio plazo para el crecimiento mundial y para la reordenación de las cadenas de valor y los flujos comerciales.

Pero agua pasada no mueve molino y esa ventana de esperanza que supuso el comportamiento del ciclo económico a principios de año ya se está nublando, al coincidir la dilución de los vientos a favor (efectos base positivos de la energía, reapertura de grandes economías como China, normalización de los cuellos de botella o exceso de ahorro tras la pandemia), con los efectos restrictivos sobre la demanda de los endurecimientos monetarios acumulados desde hace año y medio, la subida del precio del petróleo de más de un 20% en los dos últimos meses, el intenso empeoramiento de las expectativas empresariales –especialmente en el sector industrial– o las dificultades de China y Alemania para terminar de carburar en este nuevo mundo pos-COVID. Por tanto, con la demanda interna en franco proceso de debilitamiento y sin poder esperar mucha aportación de la demanda externa, a juzgar por las débiles señales procedentes de los intercambios comerciales globales, nos dirigimos a una nueva fase de crecimiento, con la actividad global debilitándose. Aunque de forma desigual, con más intensidad en Europa que en EE. UU., como estaría reflejando la reciente apreciación del dólar. Si ese bache de crecimiento temporal permite alcanzar un nuevo punto de equilibrio que favorezca avanzar en el proceso de reducción de la inflación, los bancos centrales podrían bajar el diapasón tras meses de haber intentado recuperar el tiempo perdido. La traducción de todo lo anterior sería un crecimiento mundial en 2024 inferior en unas 3-4 décimas al de este año, si bien con un perfil diferente, pues iríamos de menos a más, al contrario que en el ejercicio en curso.

El problema es que ese siempre deseado *soft landing*, especialmente cuando se trata de domeñar un proceso inflacionista, es una situación de equilibrio inestable ante cualquier nuevo *shock* negativo. Por tanto, no podemos descartar sustos por el camino, antes de formar una buena base de partida para el crecimiento de la segunda mitad de 2024, momento en el que los bancos centrales podrían comenzar la relajación del tono de la política monetaria. Por el lado de la oferta, tampoco parece que vayamos a tener noticias especialmente positivas a corto plazo, a juzgar por el desempeño de los precios de la energía este verano o por la situación de China o Alemania, principales termómetros para testar la situación de una industria en plena adaptación a los cambios en los patrones de la demanda y a los reequilibrios geopolíticos. Es cierto que la bajada de la inflación dará un respiro a la capacidad de compra de las familias en buena parte de la OCDE, pero en todo caso solo será un factor mitigante del debilitamiento de la actividad que cabe esperar en los próximos meses.

En definitiva, vamos a afrontar unos trimestres de desaceleración de la actividad que deberían contribuir a que las medidas tendenciales de inflación empiecen a consolidarse en la zona del 3%-3,5%. Ese periodo con un crecimiento muy débil, próximo al estancamiento, y con una inflación todavía moviéndose en una zona incómoda para los bancos centrales constituirá un desafío para la coordinación de la política económica, sobre todo, teniendo en cuenta la necesidad de una nueva estrategia fiscal en Europa, los costes que seguirá suponiendo el conflicto bélico y el exigente calendario electoral a ambos lados del Atlántico. Por tanto, afrontamos un nuevo curso en el que la economía mundial deberá abordar una superposición de desafíos coyunturales y estructurales, algo nada diferente a lo ocurrido en los últimos años.

José Ramón Díez
Septiembre 2023

Cronología

AGOSTO 2023

14 Las Naciones Unidas señalan el mes de julio de 2023 como el más caluroso desde que se tienen registros (174 años).

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.

JULIO 2023

26 La Fed sube tipos en 25 p. b. y sitúa el intervalo objetivo en el 5,25%-5,50%.
27 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25%.

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%.

Agenda

SEPTIEMBRE 2023

1 Portugal: crédito de nueva concesión (julio).
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
8 Portugal: *rating* S&P.
14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
España: *rating* S&P.
19-20 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
21 Portugal: precios de la vivienda (2T).
22 España: desglose del PIB (2T).
España: balanza de pagos y PIIN (2T).
Portugal: desglose del PIB (2T).
25 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
28 España: avance del IPC (septiembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (septiembre).
29 España: tasa de ahorro de los hogares (2T).
Portugal: avance del IPC (septiembre).
Portugal: actividad turística (agosto).
Portugal: *rating* Fitch.
Eurozona: avance del IPC (septiembre).

OCTUBRE 2023

3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
Portugal: producción industrial (agosto).
10 España: cuentas financieras (2T).
17 China: PIB (3T).
19 Portugal: precios de la producción industrial (septiembre).
23 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
26 España: encuesta de población activa (3T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
EE. UU.: PIB (3T).
26-27 Consejo Europeo.
27 España: avance del PIB (3T).
30 España: avance del IPC (octubre).
Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (octubre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).
31 Portugal: avance del PIB (3T).
Portugal: avance del IPC (octubre).
Eurozona: PIB (3T).
Eurozona: avance del IPC (octubre).
31-1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

La economía española pospandemia

La economía española actual es bien distinta de la de finales de 2019, antes de que estallara la pandemia. Pasados tres años y medio, el PIB ha recuperado el nivel que tenía entonces. Las últimas estimaciones del INE apuntan a que lo superó en el 2T 2023, situándose finalmente un 0,4% por encima. Pero la recuperación no se ha producido al unísono. Algunas dimensiones se recuperaron con más rapidez y ahora se hallan en una posición claramente mejor. En cambio, otras van más rezagadas. Hoy la economía española es más competitiva e internacionalizada, y la desigualdad salarial entre ciudadanos es menor. Sin embargo, el conjunto de los españoles todavía no ha recuperado el nivel de consumo anterior a la pandemia y la inversión ha tenido una evolución más bien pobre.

La excelente situación de las exportaciones de bienes y servicios destaca claramente en positivo. Las cifras hablan por sí solas. A pesar de que en el 2T retrocedieron con fuerza acusando el difícil contexto internacional, todavía se encuentran un 8,2% por encima de los niveles previos a la pandemia. El buen comportamiento del sector exterior viene de lejos. Arranca tras la crisis financiera global de 2008 y se afianza durante la recuperación posterior. Pero la resistencia que ha exhibido durante la pandemia, primero, cuando se hundió uno de los principales sectores exportadores como es el turismo, y la crisis energética, después, han sorprendido a todos.

Todo ello se apoya, en gran medida, en las continuadas ganancias de competitividad internacional que se reflejan, por ejemplo, en el aumento de la cuota exportadora respecto a competidores directos como Francia, Alemania e Italia. Estas cifras todavía podrían ser mejores si aumentara la inversión en I+D+i o si se eliminaran las trabas que limitan el crecimiento de las empresas más productivas. A pesar de la mejora de los últimos años, hay camino por recorrer.

En el lado opuesto, se encuentran la inversión y el consumo de los hogares, que todavía se sitúan por debajo de los niveles previos a la pandemia. En el caso de la inversión, la trayectoria de los últimos años no invita al optimismo. De su evolución depende, en gran medida, la capacidad de crecimiento de la economía a medio y largo plazo. Pero en momentos como el actual, cuando el cambio tecnológico, y también el cambio climático, hacen necesario impulsar una profunda transformación de la economía, su débil evolución todavía es más llamativa. Aunque es cierto que en el 2T 2023 la inversión avanzó de manera notable, un 4,6% respecto al 1T 2023 concretamente, todavía se encuentra un 0,8% por debajo del nivel previo a la pandemia y la inversión en equipo, un 3,5%. Estas cifras contrastan con las de EE. UU., donde la inversión ya se emplaza un 3,5% por encima, o de Francia, con un registro un 4,5% superior al de 2019. En cambio, en Alemania, cuyo sector industrial se ha visto muy afectado por la crisis energética y del sector del automóvil, la inversión también se ha mantenido débil y se sitúa un 2,0% por debajo.

En cuanto al consumo, se encuentra un 3,4% por debajo de finales de 2019. La pérdida de poder adquisitivo que provocó el fuerte repunte de la inflación en 2022 frenó en seco su capacidad de recuperación y, de hecho, este retrocedió más de un 3% entre finales de 2022 y principios de 2023. En los últimos meses, la inflación se ha vuelto a situar por debajo del ritmo de crecimiento de los salarios, permitiendo cierta recuperación del poder de compra de los trabajadores, y en el 2T, el consumo retomó las tasas de crecimiento positivas, con un avance del 1,6% intertrimestral. De todas formas, la pérdida de poder adquisitivo acumulada durante los últimos años sigue siendo muy notable. Desde finales de 2019, el índice de precios al consumo ha aumentado algo más de un 15% y el de los alimentos, un 27%, mientras que los ingresos salariales han crecido un 8,1%, según el indicador salarial en tiempo real de CaixaBank Research. En los próximos años, el aumento de los salarios probablemente se mantendrá algo por encima de la inflación, lo que debería permitir recuperar el poder adquisitivo sin erosionar las ganancias de competitividad.

A pesar de este difícil contexto, destaca en positivo la notable reducción de la desigualdad salarial que ha tenido lugar durante los últimos años. Según el indicador en tiempo real de CaixaBank Research, el índice de Gini, que mide la desigualdad entre los ingresos salariales, se encontraba en el mes de julio más de 2 puntos por debajo del nivel de 2019. Además, la mejora es generalizada, tanto entre territorios, como por edades, sexo y origen. Sin lugar a duda, la buena evolución del mercado de trabajo de los últimos trimestres ha tenido un papel clave en la disminución de la desigualdad. Pero la desaceleración que ha sufrido recientemente, con un ritmo de crecimiento trimestral de los afiliados que ha pasado del 1,4% en el 2T al 0,1% en lo que llevamos de 3T, se deberá seguir de cerca los próximos meses, entre otras cosas, para comprobar qué efectos tiene sobre la desigualdad.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
Líbor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,80	4,00
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	5,60	3,40
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,20	2,80
Deuda pública 10 años	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,60	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	4,00	3,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,50	4,00
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,91	3,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,87	3,21
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,82	2,94
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,95	3,00
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	4,08	3,06
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,30	2,50
Deuda pública 10 años	4,30	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	3,32	3,07
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,33	3,20
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,70	3,60
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	90	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	0,87	0,89
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	79,5	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	71,2	68,8

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	1,7	0,5
Eurozona	2,2	0,8	–6,2	5,3	3,5	0,7	1,0
Alemania	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	–0,3	0,7
Francia	2,2	1,0	–7,7	6,4	2,5	0,6	0,8
Italia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	1,1	0,8
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	2,6	1,8
España	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	2,3	1,7
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	8,5	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	4,0	2,1
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,8	2,9
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,9	2,5
Italia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	6,3	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,7	2,6
España	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,4	3,4
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	7,3	3,3
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	0,9	2,0
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	2,0	3,7	5,2	14,3	11,7	6,7

Previsiones

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

Economía española

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

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	1,6	1,4
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,4	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	3,2	5,8
Bienes de equipo	3,2	2,6	–5,4	13,9	5,9	–	–
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	0,9	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	–18,8	13,4	16,7	7,9	4,5
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	4,0	5,6
Producto interior bruto	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**2,6**	**1,8**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	0,9	0,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,6	6,5
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,7	2,6
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–0,8	–1,4	0,8	0,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	1,0	–0,4	1,9	2,0
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–0,4	–0,3	–0,1

Previsiones

El mal agosto en las bolsas internacionales agria la vuelta de vacaciones

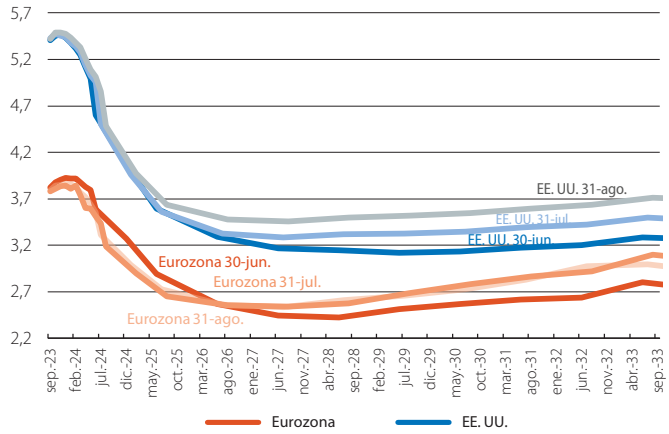
Los inversores vuelven a esperar unos tipos elevados durante más tiempo. Uno de los principales focos de atención del verano ha sido la resiliencia que sigue mostrando el ciclo estadounidense a las subidas de tipos de interés del último año y medio. Esta fortaleza ha impulsado de nuevo la narrativa de que la economía puede acometer un aterrizaje suave y los tipos de interés se mantendrán en niveles elevados durante más tiempo. Con ello, las expectativas de tipos a largo plazo repuntaron con fuerza y, correlativamente, también la deuda soberana. El otro gran foco de atención ha sido el estado de la economía china, lo que, unido al repunte de tipos, lastró el ánimo inversor durante gran parte del mes de agosto cuando, entre el habitual escaso volumen de negociación, las principales bolsas mundiales experimentaron caídas. A este lado del Atlántico, la debilidad de la economía de la eurozona, en contraste con la estadounidense, ha frenado el alza en la rentabilidad de las referencias soberanas europeas en los últimos dos meses.

Fed y BCE dejaron sus opciones abiertas ante la pausa estival. Ambos bancos centrales subieron tipos en julio, en 25 p. b., hasta el rango del 5,25%-5,50% la Fed y el 3,75%-4,25% el BCE (tipos *depo* y *refi*, respectivamente), enfatizando su compromiso con el control de la inflación. No obstante, dejaron sus opciones abiertas para evaluar los datos económicos que se fueran conociendo en las numerosas semanas antes de la próxima reunión. En el resto de los países desarrollados, también el Banco de Canadá subió tipos en julio en 25 p. b., al igual que el Banco de Inglaterra en agosto; solo Australia y Nueva Zelanda no prolongaron sus recientes subidas. Por otro lado, el Banco de Japón dio un pequeño paso hacia la relajación de la política de control de la curva de tipos, sin modificar los objetivos (tipo oficial en el –0,1% y un tipo soberano a 10 años que fluctúe, idealmente, 50 p. b. alrededor del 0%) pero flexibilizando su implementación (será más tolerante con las fluctuaciones del tipo soberano, dejando que pueda llegar al 1,0%). Este primer paso de normalización monetaria ha aumentado las expectativas de los inversores de un paulatino endurecimiento en la política monetaria nipona ante la resiliencia de la economía, la persistencia de la inflación y la debilidad del yen en los últimos meses.

Los datos macroeconómicos dirigieron a los tipos soberanos. En EE. UU., la rentabilidad del bono soberano a 10 años experimentó un fuerte repunte desde mediados de julio, prolongado por la rebaja del *rating* a la deuda estadounidense por parte de Fitch a comienzos de agosto (de AAA a AA+, por el deterioro de las cuentas fiscales), hasta alcanzar, a mediados de mes, máximos del año en el 4,34% y un fuerte apuntamiento de la pendiente 10-2 años de más de 40 p. b. Ya hacia final de mes, y pese a las declaraciones moderadamente *hawkish* de Powell en Jackson Hole, los tipos estadounidense flexionaron (en particular la referencia a 2 años, que cierra agosto prácticamente plano respecto al cierre de junio) ante unos datos macroeconómicos aún buenos pero algo por debajo de lo esperado. En la eurozona, la rentabilidad de los bonos soberanos a corto plazo experimentó un paulatino descenso, con la referencia alemana a 2 años cediendo más de 20 p. b. desde junio. También en Europa, la perspectiva de que los tipos de interés del BCE estén cerca de su pico mantuvo planos los tipos interbancarios, con el

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

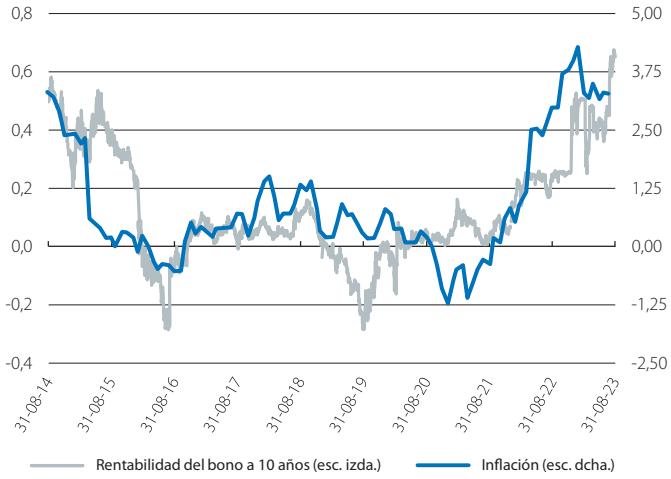
(%)



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 Bloomberg.*

Japón: tipos soberanos e inflación

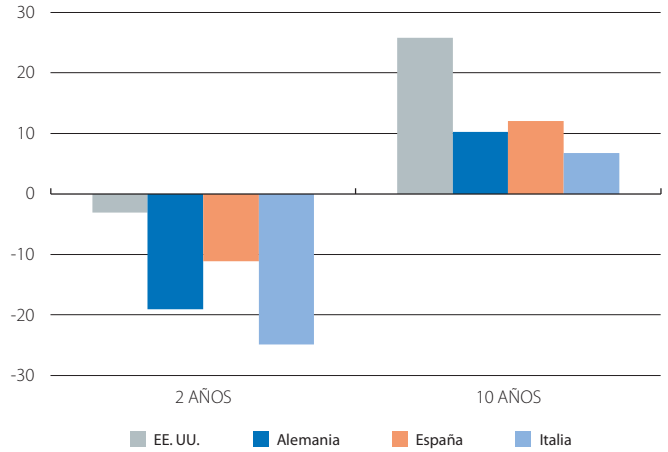
(%) *(%)*



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

*Evolución de la deuda soberana por país y plazo **

(p. b.)



Nota: ** Desde el 30 de junio.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

euríbor a 12 meses estable en torno al 4,1% desde junio tras su imparable ascenso desde el inicio de 2022.

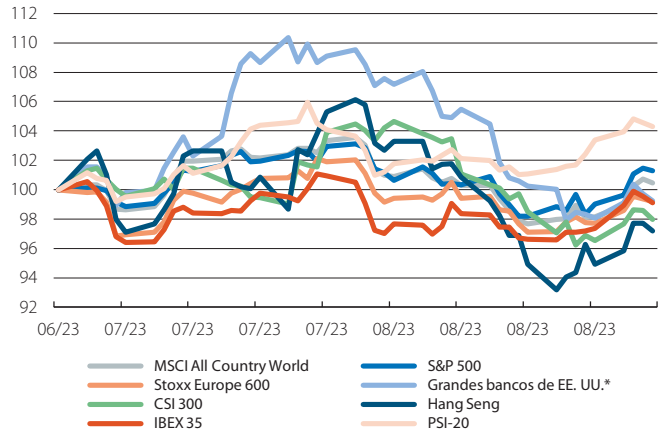
Las bolsas internacionales sufren un mal mes de agosto. Si en julio las principales bolsas internacionales registraron subidas generalizadas, la tendencia se revirtió en agosto, cuando el índice MSCI All Country World registró una caída del 3,0% en el mes. Este desempeño se explica, por un lado, por la debilidad del S&P500 que, tras alcanzar máximos de 12 meses y encadenar a cierre de julio cinco meses consecutivos de subidas, terminó agosto con cesiones del 1,8%, arrastrado por el mal comportamiento de grandes compañías como Apple o Tesla y de las entidades financieras de mayor tamaño. Por otro lado, también las acciones chinas experimentaron pérdidas en agosto, penalizadas por las dificultades en el sector inmobiliario (Country Garden, uno de los mayores promotores chinos, incumplió un pago de cupones de la deuda emitida) y por unos inversores escépticos ante los estímulos públicos anunciados en julio, cuando las autoridades prometieron apuntalar los problemas de liquidez del sector inmobiliario e impulsar la confianza del consumidor. El índice CSI 300 de Shanghái y el Hang Seng de Hong Kong cierran el mes con caídas del 6,2% y el 8,5%, respectivamente. También en Europa, los índices han registrado caídas, sobre todo tras constatarse en las últimas semanas del mes la debilidad del ciclo. En este sentido, el desempeño de los índices ibéricos ha sido más positivo que el de sus pares.

Movimiento de ida y vuelta para el dólar. Las expectativas inversoras de comienzos de julio para la Fed, que descontaban una subida de tipos adicional y fuertes bajadas en 2024, lastraron con fuerza al dólar en las dos primeras semanas de julio, cuando la divisa verde llegó a depreciarse un 3,1% globalmente según el índice DXY (–3,0% también frente al euro). No obstante, la narrativa de tipos más elevados por más tiempo ha supuesto una paulatina apreciación del dólar desde entonces, paralela a la de los tipos a largo plazo, que permitió a la divisa estadounidense no perder pie durante el verano y cerrar agosto en niveles ligeramente por encima de los de junio, tanto globalmente (+0,7% el índice DXY) como frente al euro (+0,6%). En el resto de las divisas mundiales, destaca la debilidad exhibida en agosto por el yen, que sufrió una depreciación mensual del 2,2% frente al dólar.

Fuerte vaivén de los precios energéticos. Tras el fuerte repunte en junio del precio de la referencia europea de gas natural, el TTF holandés, a medida que llegaba el calor y surgían presiones en la oferta, en julio la buena marcha de llenado de depósitos en la UE calmó a los inversores y propició caídas en el precio del 23%. No obstante, en agosto se revirtió esa tendencia con igual intensidad, al surgir nuevos riesgos para la oferta (en concreto, la amenaza de huelga en un importante productor australiano) de cara al otoño coincidiendo con la bajada de las temperaturas. Con todo, a cierre de agosto, el TTF se encontraba alrededor de los 35 euros con los que había terminado el mes de junio. En cuanto al petróleo, el precio del barril de Brent experimentó una fuerte subida de más del 14% en julio, motivada por los anuncios de recortes en la producción y las exportaciones de Arabia Saudí y Rusia, y se mostró volátil en agosto por las dudas sobre la demanda china. Estas dudas también han lastrado a los metales industriales en agosto, que revirtieron la mayoría de las ganancias que registraron en julio. Por otro lado, pese a la retirada de Rusia del acuerdo de la ONU para la exportación de grano ucraniano a través del Mar Negro, tanto el precio del trigo como el del maíz registran, desde junio, caídas cercanas al 17% y al 10%, respectivamente.

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

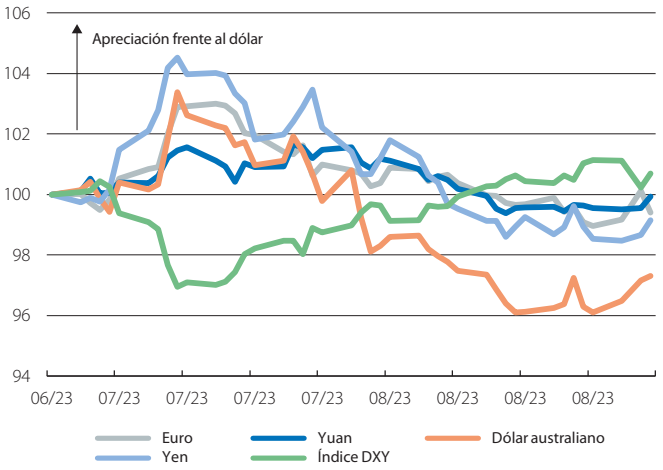
Índice (100 = 30 de junio 2023)



Nota: ** BlueStar Top10 US Banks Index (BUBNK).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Divisas: evolución frente al dólar

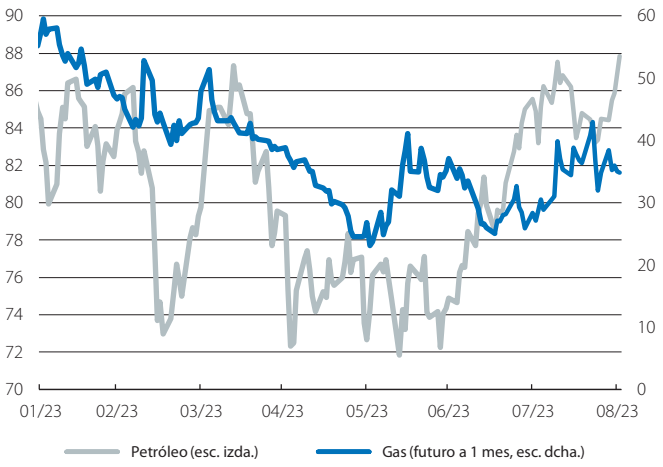
Índice (100 = 30 de junio 2023)



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

Precios del gas natural y del petróleo

(Dólar/barril) *(Euro/MWh)*



Nota: *Petróleo Brent y gas natural TTF.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.

La inflación está descendiendo en la mayoría de las economías avanzadas, aunque los índices subyacentes lo hacen a un menor ritmo. La gradualidad con la cual se acercarán al 2% será clave para determinar el devenir de la política monetaria de los principales bancos centrales. En el caso de EE. UU., y la Reserva Federal, una parte importante dependerá del componente ligado fundamentalmente a los costes de la vivienda (*shelter*), que pesa el 34% de la cesta de consumo del IPC (el 43% si excluimos alimentos y energía).

¿Qué incluye el *shelter* y cómo ha evolucionado desde la pandemia?

Shelter se podría traducir como refugio o cobijo, y en el caso del IPC de EE. UU. incluye los gastos propios de la vivienda. Está formado por cuatro subcomponentes: alquiler de la primera residencia, alquileres imputados para propietarios de su vivienda, alojamientos fuera de la primera vivienda y algunos seguros, con unos pesos respectivos del 22%, 75%, 3% y 1%. El grueso de *shelter*, pues, se concentra en los alquileres, tanto de personas arrendatarias como el imputable a propietarios, y ambas variaciones de precios se obtienen a través de la encuesta que se realiza a arrendatarios y las respuestas que ofrecen sobre el precio de sus alquileres.[1] Así, *shelter* refleja sobre todo las dinámicas del mercado de alquiler, y en los últimos años este ha estado bastante tensionado. Como se puede ver en el primer gráfico, la inflación de *shelter* empezó a repuntar con fuerza durante la segunda mitad de 2021 y tuvo el pico entre finales de 2022 y principios de 2023. Desde marzo, sin embargo, esta dinámica de aumentos bruscos de precios se ha moderado, aunque continúa arrojando unas variaciones interanuales muy alejadas del objetivo de la Reserva Federal.

En adelante, podemos esperar una mayor desaceleración del precio de los alquileres

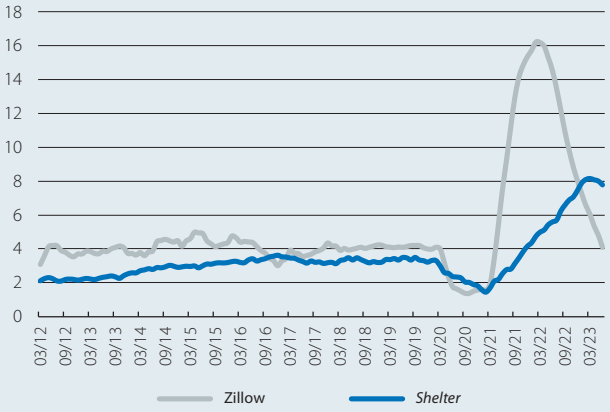
Desde hace diversos meses venimos comunicando que los indicadores adelantados del mercado de alquileres apuntan a que esta moderación del componente *shelter* debería extenderse e incluso acentuarse en los siguientes meses y, dado el elevado peso del *shelter* en la cesta del IPC, arrastrar a la baja al conjunto de la inflación. Estos indicadores a los que nos referimos son índices como el de Zillow, que muestra la evolución de los precios de los nuevos alquileres (es decir, cómo el precio de alquiler de una misma

1. La adquisición de una vivienda se considera una inversión y no un consumo, por lo que el precio de compra no entra en el IPC. Sin embargo, los hogares que residen en una vivienda en propiedad tienen un elemento de consumo equivalente al de los hogares que residen en una vivienda alquilada. Por este motivo, a los propietarios de su primera residencia se les imputa un coste equivalente al de si viviesen en su vivienda pero alquilada.

EE. UU.: inflación del componente shelter del IPC
(%)

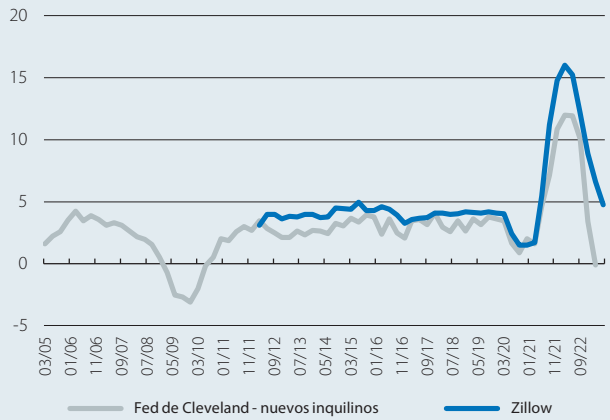
Nota: ** Promedio de tres meses de la inflación intermensual desestacionalizada anualizada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BLS.*

EE. UU.: precio de los alquileres en Zillow y shelter
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: precio de los alquileres, distintos índices
Variación interanual (%)



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

vivienda varía al cambiar los arrendatarios). El Zillow es indicativo de la dirección que seguirá el componente *shelter* en el IPC, pero su sincronía es imperfecta, pues el Bureau of Labor Statistics (BLS, la agencia encargada de recolectar y publicar el dato del IPC) calcula la variación del precio de los alquileres según una muestra de alquileres que incluye, también, los precios del alquiler de aquellos arrendatarios que continúan viviendo en el mismo inmueble. De hecho, los contratos de alquiler con arrendatarios nuevos representan solamente entre el 13% y el 25% del total de la muestra de alquileres del IPC, según un estudio de la Reserva Federal de Cleveland.[2] Así, el componente de alquileres del IPC tiende a moverse en la misma dirección que el Zillow, pero más lentamente y con rezago.

Para tratar de entender mejor el conjunto de la muestra del BLS y minimizar la discrepancia con los indicadores privados adelantados, este estudio de la Reserva Federal de Cleveland ha separado la muestra del BLS, gracias a sus microdatos, entre aquellos contratos en los que el arrendatario no ha cambiado y aquellos en los que sí. Como se puede ver en el tercer gráfico, el índice de la Fed de Cleveland con nuevos inquilinos exhibe una alta correlación con el índice de Zillow.

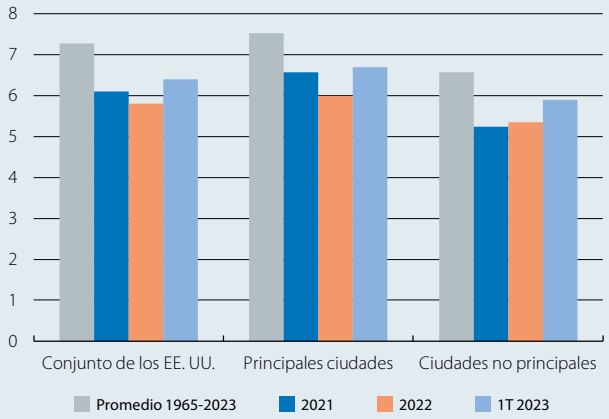
Esto implica que, de cara a los siguientes meses, la moderación que se observa en el índice de Zillow debería trasladarse, con más o menos rezago, a la evolución de los alquileres del IPC. En concreto, de acuerdo con las correlaciones históricas entre el índice Zillow, rezagado 12 meses, y el componente *shelter*, este debería situarse en torno al 4,5% a finales de año y algo por encima del 3% a mitad de 2024. Así, solo por el efecto directo de la caída interanual de Zillow, la inflación general en EE. UU. podría descender 1,0 y 1,5 p. p. para finales de año y para mitad del año siguiente, respectivamente. Además, la situación del mercado de alquiler en EE. UU. está ofreciendo algunas señales de distensión. Por ejemplo, el porcentaje de viviendas disponibles para alquiler con respecto al total de viviendas en alquiler en el 1T 2023 se situó por encima del promedio de 2021 y 2022, si bien todavía se encuentra por debajo del promedio desde 1965 (véase el cuarto gráfico).

Dicho esto, la situación no es homogénea ni entre ciudades ni entre regiones de EE. UU. Las diferencias en el precio de los alquileres son sustanciales y, como se puede ver en el último gráfico, también lo es su variación interanual. Mientras en algunas ciudades se observan retrocesos en los precios del alquiler (por ejemplo, en Las Vegas), en otras (como Boston) los incrementos interanuales del precio en los nuevos alquileres según Zillow están siendo sustanciales (+7%).

2. Véase Adams, B. *et al.* (2022). «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope». Working Paper n.º 22-38. Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

EE. UU.: viviendas disponibles para alquiler

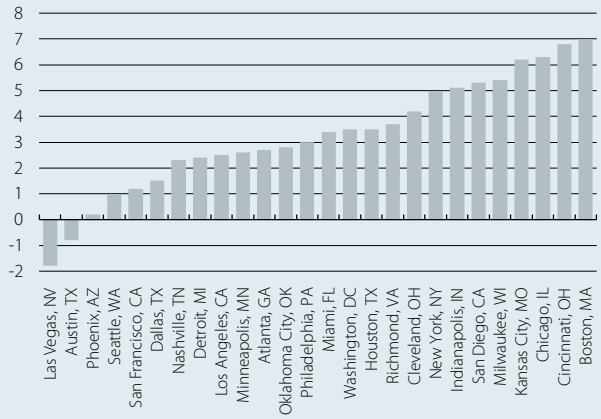
(% sobre el total de parque de viviendas en alquiler)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del US Census Bureau.*

EE. UU.: precio de los alquileres

Variación interanual (%)



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

Con todo, en la medida en la que la inflación de *shelter* siga disminuyendo, dado su elevado peso en la cesta de consumo, el conjunto de la inflación general y núcleo seguirá moderándose. Además, con la desinflación también visible en buena parte del resto de la cesta de consumo, la Reserva Federal tiene argumentos para cesar pronto las subidas de tipos de interés. Sin embargo, la velocidad a la que la inflación volverá al 2% es incierta y, en ausencia de un brusco enfriamiento de la actividad económica, la Reserva Federal probablemente se inclinará por mantener el entorno de elevados tipos de interés todavía bastantes trimestres.

Ricard Murillo Gili

Tipos de interés (%)

	31-agosto	30-junio	Variación bimestral (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,25	4,00	25	175,0	375,0
Euríbor 3 meses	3,80	3,58	22	166,3	303,2
Euríbor 12 meses	4,10	4,13	–3	81,1	220,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,54	3,59	–5	93,7	284,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,98	3,20	–22	21,4	187,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,47	2,39	7	–10,5	94,1
Deuda pública a 10 años (España)	3,48	3,39	10	–18,1	76,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,19	3,13	7	–39,2	58,8
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,25	25	100,0	300,0
Líbor 3 meses	5,66	5,55	12	89,6	250,5
Deuda pública a 1 año	5,38	5,39	–1	69,8	197,2
Deuda pública a 2 años	4,86	4,90	–3	43,7	147,6
Deuda pública a 10 años	4,11	3,84	27	23,3	91,9

Spreads *de deuda corporativa (p. b.)*

	31-agosto	30-junio	Variación bimestral (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	74	–4	–20,5	–44,2
Itraxx Financiero Sénior	81	85	–4	–18,1	–43,5
Itraxx Financiero Subordinado	148	160	–12	–24,1	–82,4

Tipos de cambio

	31-agosto	30-junio	Variación bimestral (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,084	1,091	–0,6	1,3	8,9
EUR/JPY (yenes por euro)	157,820	157,440	0,2	12,4	13,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,856	0,859	–0,4	–3,4	–1,1
USD/JPY (yenes por dólar)	145,540	144,310	0,9	11,0	3,8

Materias primas

	31-agosto	30-junio	Variación bimestral (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	552,8	547,8	0,9	–0,3	–3,6
Brent ($/barril)	86,9	74,9	16,0	1,1	–6,6
Oro ($/onza)	1.940,2	1.919,4	1,1	6,4	13,3

Renta variable

	31-agosto	30-junio	Variación bimestral (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.507,7	4.450,4	1,3	17,4	14,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.297,1	4.399,1	–2,3	13,3	21,2
Ibex 35 (España)	9.505,9	9.593,0	–0,9	15,5	19,8
PSI 20 (Portugal)	6.174,0	5.920,3	4,3	7,8	2,8
Nikkei 225 (Japón)	32.619,3	33.189,0	–1,7	25,0	18,0
MSCI emergentes	980,3	989,5	–0,9	2,5	0,9

Deterioro de expectativas en la economía mundial

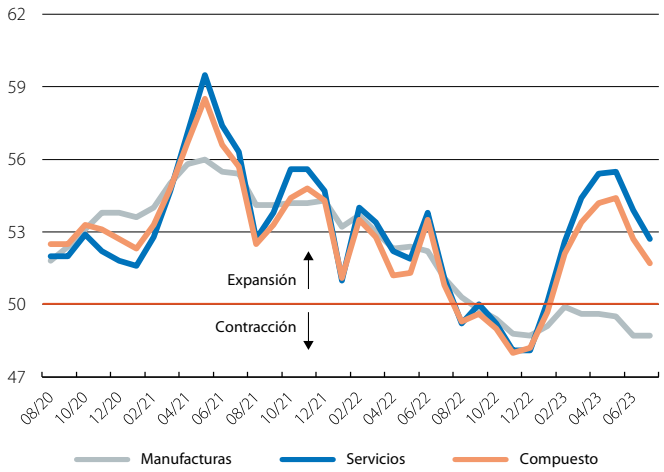
La economía mundial se desacelerará en el último tramo del año. Hay varios factores que justifican esta hipótesis. La reactivación de China tras su reapertura ha sido más débil de lo esperado y los problemas de su sector inmobiliario están afectando a su sistema financiero. Los tipos de interés a escala global siguen en terreno contractivo (pese a que algunas economías emergentes han empezado a recortar tipos) y los bancos centrales de las principales economías desarrolladas ya han declarado que los tipos permanecerán elevados durante bastante tiempo (*high for longer*). Además, tras varios años de políticas fiscales muy expansivas, sobre todo en Europa y EE. UU., se espera cierta corrección de cara a 2024. Precisamente, el deterioro de las cuentas públicas justificó que la agencia Fitch recortara un escalón la calificación crediticia de EE. UU. (AA+, desde AAA).

EE. UU. empieza a mostrar señales de cierto agotamiento. El PIB creció en el 2T un 0,5% intertrimestral (0,5% en el 1T), gracias a la reactivación de la inversión no residencial (1,5% *vs.* 0,2%) y a la resistencia del gasto público (0,8% *vs.* 1,2%). Pese a lo positivo del dato, comienzan a observarse ciertas evidencias del impacto de la subida acumulada por los tipos de interés desde comienzos de 2022. El consumo de las familias frenó hasta un 0,4% (1,0% anterior) ante el práctico estancamiento del gasto en bienes duraderos, al tiempo que la inversión residencial encadenó su noveno trimestre de caída (–0,9% *vs.* –1,0%). Diversos indicadores mejoraron en julio (las ventas minoristas crecieron un 0,7% mensual y la producción industrial aumentó un 1,0%, tras dos meses cayendo), pero se espera un enfriamiento en los próximos meses. De hecho, el PMI compuesto cayó en agosto por tercer mes consecutivo y se situó ya en el 50,4, referencias que apuntan a un estancamiento de la actividad. Por otro lado, el mercado de trabajo sigue muy robusto, pero hay ciertos signos de normalización: en el promedio de julio y agosto se crearon unos 170.000 nuevos empleos, por debajo de los 200.000 de media de los tres meses previos (revisados sustancialmente a la baja) y las ratios de vacantes por desempleado siguen descendiendo desde los máximos de 2022. En balance, cabe esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento, especialmente en los meses finales del año, si bien la resiliencia de la que ha hecho gala la economía ha reducido la probabilidad de una recesión en los próximos meses (incluso la Fed ha eliminado esta opción de los escenarios barajados en su última reunión).

Las presiones inflacionistas en EE. UU. siguen elevadas pero corrigiendo. Los salarios nominales apenas muestran corrección: en el promedio de julio y agosto mantienen un avance interanual del 4,4%, similar al crecimiento medio en el resto del año. Este comportamiento de los salarios puede limitar la intensidad de la corrección que vienen mostrando las medidas subyacentes de los precios: en julio, la inflación núcleo cayó 0,2 p. p., hasta el 4,7%, mientras que la general repuntó 0,2 p. p., hasta el 3,2%. Respecto a la inflación de servicios sin vivienda (un indicador clave para la Fed), viene descendiendo desde finales del pasado año y en julio, prácticamente, se mantuvo sin cambios (4,0% *vs.* 3,9%).

Global: PMI

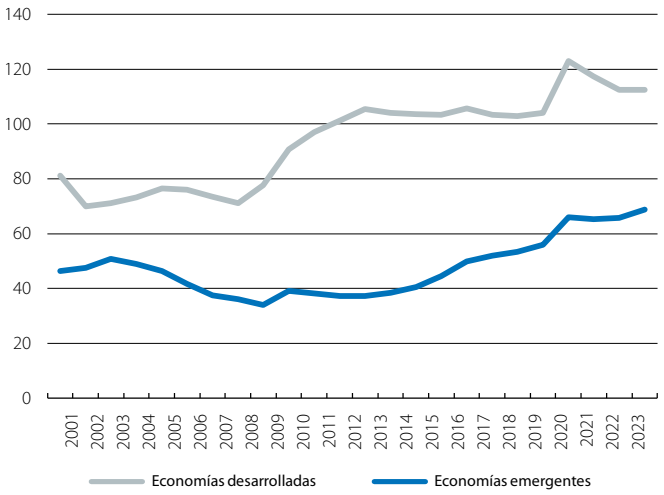
Índice



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

Global: deuda pública

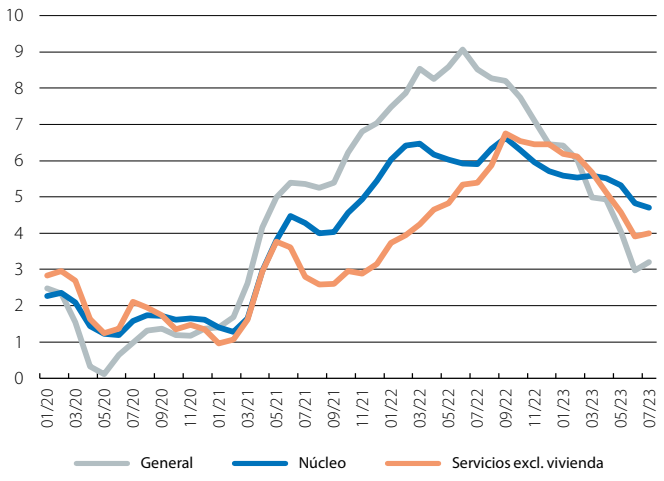
(% del PIB)



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

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

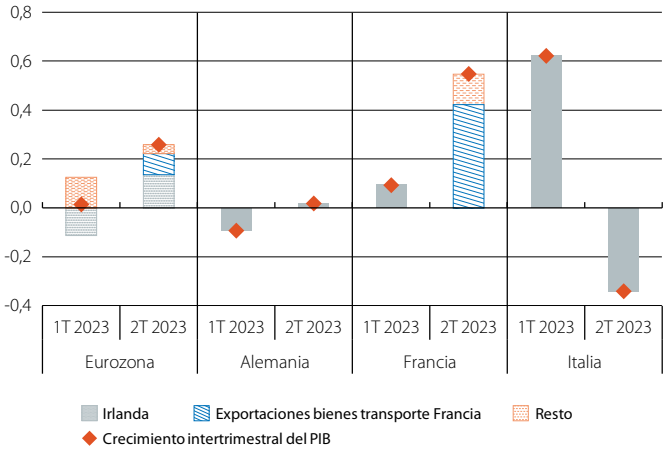
La resistencia de la eurozona en el 2T 2023 no lo es tanto. La eurozona creció en el 2T un 0,3% intertrimestral, tras estancarse en el 1T. Sin embargo, la mayor parte de este crecimiento se explica por factores excepcionales: el fuerte crecimiento de Francia (0,5% *vs.* 0,1% en el 1T) se explica por el envío puntual de un buque, y el crecimiento de Irlanda sigue caracterizado por su volatilidad (+3,3% *vs.* –2,8%). De excluirse ambos elementos, la eurozona apenas habría crecido, dado que Italia retrocedió un 0,3% (+0,6% anterior) y Alemania se estancó, tras dos trimestres de caída. Estos datos muestran la debilidad de la eurozona, lo que contrasta con el dinamismo del mercado de trabajo: el empleo en la eurozona en el 1S 2023 creció un 0,8% respecto al 2S 2022, con una tasa de paro que en junio se mantuvo en mínimos del 6,4%. Además, la tasa de vacantes de empleo se encuentra todavía en el 2T cerca de máximos (3,1%) y el 25% de empresas en manufacturas y el 33% en servicios reconocen estar afectadas por la falta de mano de obra. Este tensionamiento del mercado laboral condiciona la evolución de los salarios: en términos nominales, los salarios negociados en convenio crecieron en el 2T a un ritmo interanual del 4,3% (4,4% anterior), cerca de los máximos de 30 años aunque significativamente por debajo de una inflación que va moderándose (en julio y agosto, la general se situó en el 5,3%, 0,2 p. p. menos que en junio, mientras que la núcleo, en el 5,3% en agosto, siguió aupada por efectos de base).

La incertidumbre en la eurozona sigue siendo muy elevada. El PMI volvió a caer en agosto (indicador compuesto en los 46,7 *vs.* 48,6 en julio), afectado por una actividad en el sector servicios en retroceso (47,9 *vs.* 50,9), al tiempo que persiste la debilidad de las manufacturas (43,5 *vs.* 42,7). Además, la reactivación de las reglas fiscales dentro del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2024 probablemente supondrá menores vientos de cola en adelante. Alemania, pese a la debilidad de su economía, ya ha recortado el gasto para 2024 en un 6,4% (solo aumenta el gasto en defensa). Por otro lado, aún no se ha trasladado completamente a la actividad el impacto de las subidas de tipos (425 p. b., desde junio de 2022) y, de hecho, las declaraciones de Lagarde apuntan a que las condiciones monetarias seguirán tensionadas durante bastante tiempo. En consecuencia, no se pueden descartar nuevas revisiones a la baja sobre nuestro escenario, sobre todo para 2024 (0,7% en 2023 y 1,0% en 2024, actualmente).

China sigue decepcionando. El PIB creció en el 2T 2023 solo un 0,8% intertrimestral, tras el 2,2% del 1T 2023, debido, entre otros, a los problemas de su sector inmobiliario. De hecho, en verano los problemas inmobiliarios generaron nuevos episodios de tensiones financieras. Country Garden, el mayor promotor privado del país, no pudo afrontar el pago de los intereses de dos bonos internacionales; al tiempo que el gigante chino en gestión de activos, Zhongzhi Enterprise Group, anunciaba que su elevada exposición al sector inmobiliario le obligaba a suspender el pago de sus productos de ahorro y a reestructurar su deuda. Otra evidencia de la debilidad de la economía es la evolución de los precios: en julio, la inflación se situaba en el –0,3% interanual, con unos precios de producción que, por décimo mes consecutivo, registraban una variación interanual negativa (–4,4%). En este contexto, la respuesta de política fiscal y monetaria ha sido bastante gradual.

*Eurozona: PIB **

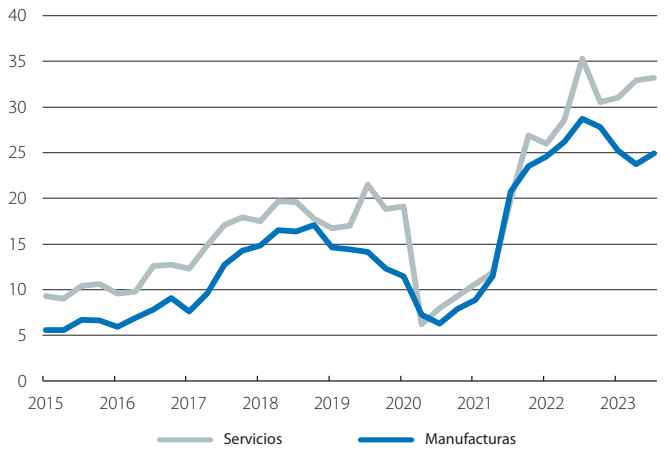
Aportación al crecimiento de factores excepcionales (p. p.)



Nota: ** Crecimiento intertrimestral.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global, vía Refinitiv.*

Eurozona: empresas con problemas para encontrar mano de obra

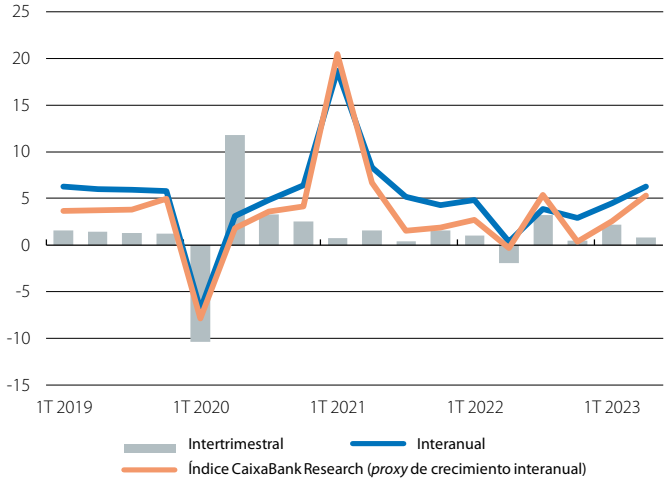
(% de las encuestadas)



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

China: PIB

Variaciones (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china, vía Refinitiv.*

Inflación europea: unida en la diversidad

Las 20 economías de la eurozona tienen una moneda única, el euro, con la que comparten una misma política monetaria e, implícitamente, un tipo de cambio fijo. Sin embargo, en los últimos dos años la eurozona ha sufrido fuertes discrepancias en las tasas de inflación de sus países miembros (véase el primer gráfico). Esta dispersión es relevante: *de facto*, se traduce en diferencias en la transmisión de la política monetaria y los términos de intercambio, porque afecta al tipo de interés y al tipo de cambio «reales» (es decir, ajustados por la inflación): 1 euro es 1 euro tanto en Viena como en París, pero el poder adquisitivo de ese euro depende del coste de la vida en cada ciudad; del mismo modo, un tipo de interés del BCE del 4% no tiene el mismo efecto en una economía donde la inflación es un 10% (tipo de interés real del –6%) que en otra donde sea del 2% (tipo real del +2%). Así, las diferencias de inflación abiertas en los últimos dos años condicionan la actuación del BCE (véase el segundo gráfico) y son un reto para el conjunto de la eurozona. ¿Pero qué hay detrás de esta dispersión?

Dispersión: el tamaño de la inflación importa

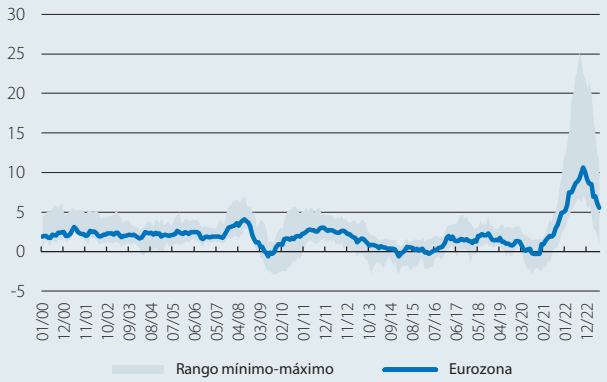
En tiempos más normales, el abanico de inflaciones dentro de la eurozona iba de un mínimo del 0% hasta un máximo del 3%; en 2022, el abanico se ensanchó hasta el 7%-25%. Parte de la dispersión se debe a economías pequeñas que han sufrido inflaciones muy elevadas (especialmente los bálticos, con un pico del 25% en Estonia y del 22% en Letonia y Lituania), mientras que las métricas de dispersión no son tan altas si se tiene en cuenta el peso relativo de cada economía en la cesta de precios del conjunto de la eurozona (véase el tercer gráfico).[1]

Por otro lado, parte de la dispersión entre países refleja un efecto de unidades: si el nivel de inflación se multiplica por 5 (como ha sido el caso en el promedio europeo), también se multiplica por 5 el valor de métricas de dispersión como la desviación estándar. Por esto también debemos analizar la situación actual con métricas de dispersión relativa, como el coeficiente de variación, que normaliza la desviación estándar por el nivel promedio de inflación. Como se ve en el tercer gráfico, este indicador se encuentra en cotas más normales, lo que sugiere que la dispersión entre países no es tan anormal en el contexto de un nivel de inflación generalizadamente alto en toda la eurozona.[2]

1. Formalmente, la desviación estándar ponderada por el peso de cada país es menor que la desviación estándar sin ponderar (es decir, asignando el mismo peso a todas las economías de la eurozona).
2. La observación de que la dispersión entre economías aumenta con el nivel de inflación también puede interpretarse como evidencia de diferencias en el grado de rigideces nominales de los países de la eurozona.

Eurozona: inflación general

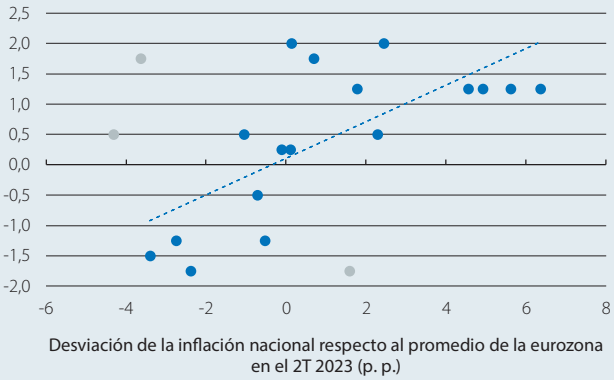
(%)



Nota: *El gráfico muestra la inflación general (en términos interanuales) mínima y máxima entre los países miembros de la eurozona, así como la del conjunto de la región.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: inflación y tono de los bancos centrales nacionales

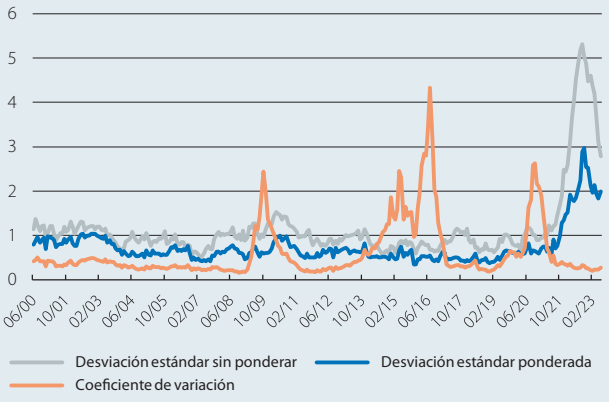
Tono del banco central nacional (índice Dove-Hawk)



Notas: *El índice Dove-Hawk de Econostream ordena los presidentes de los bancos centrales nacionales de más «palomas» (índice negativo) a más «halcones» (índice positivo). Los puntos grises representan tres casos «atípicos» que no se ajustan bien a la relación: Bélgica, Italia y Luxemburgo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y www.econostream-media.com.*

Eurozona: dispersión de la inflación general

Índice



Notas: *La desviación estándar sin ponderar da el mismo peso a todos los países de la eurozona, mientras que la ponderada tiene en cuenta el peso de cada país en la cesta del IPCA del conjunto de la eurozona. El coeficiente de variación se corresponde a la desviación estándar ponderada dividida por la inflación promedio de la eurozona en una media móvil de 6 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Causas de la dispersión...

El contexto es clave, y así lo muestra, también, el hecho de que el grueso de la dispersión se explica por diferencias en la inflación energética (véase el cuarto gráfico), si bien recientemente se observa algo más de dispersión en la inflación de los servicios.[3]

La importancia de la energía y el «efecto nivel» de la inflación son coherentes con la idea de que, detrás de la dispersión entre países, nos encontramos con un mismo origen: un *shock* común y fuerte, el de la guerra en Ucrania y su efecto sobre los precios de la energía y los alimentos, transmitiéndose con distinta intensidad a cada país, según la exposición a la crisis desatada por la guerra y a las diferentes respuestas de política económica. Así, países con una menor dependencia del gas ruso y/o una mayor producción de energía renovable han visto, en general, menos tensionados sus precios. En la misma línea, la disparidad de políticas implementadas ante la crisis ha sido muy elevada, tanto en el coste de las medidas[4] como en su diseño, desde los incentivos al ahorro energético hasta las intervenciones (o no) sobre el sistema de precios,[5] pasando por las ayudas directas a familias y empresas.

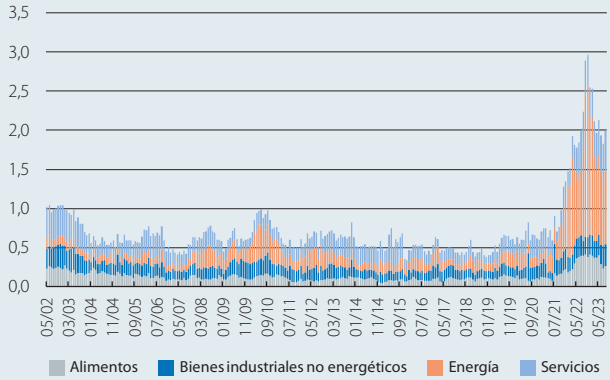
Otra forma de constatar el origen común de esta disparidad de inflaciones es analizar la sincronía entre la inflación de los distintos países de la eurozona. Hay técnicas estadísticas que, aprovechando la correlación de las inflaciones de las economías europeas, nos permiten extraer un factor común entre esas inflaciones nacionales. Como muestra el último gráfico, la evolución de este factor común explica buena parte de las dinámicas individuales de cada país, algo que, de hecho, se ha intensificado en los últimos dos años y que no solo se circunscribe a los precios energéticos: por el momento (con datos hasta junio de 2023), también se ha reforzado el factor común detrás de la inflación de bienes industriales, servicios y alimentos de los países de la eurozona.

... y consecuencias

Si la dispersión entre países tiene como origen un *shock* común, que no solo procede de la energía, sino que también se traduce en fuertes dinámicas comunes entre los precios subyacentes de cada país, las diferencias deberían normalizarse con la propia disminución de la inflación del conjunto de la eurozona. Sin embargo, esto no implica una normalización en las diferencias entre los niveles de precios de los países. De hecho, hay indicios de que la dispersión en las tasas de inflación ha llevado a una mayor convergencia en los niveles de precios de los países de la eurozona; una convergencia que puede acentuar desigualdades cuando no va acompañada de convergencia en ingresos y productividad.[6]

Eurozona: contribuciones a la desviación estándar de la inflación

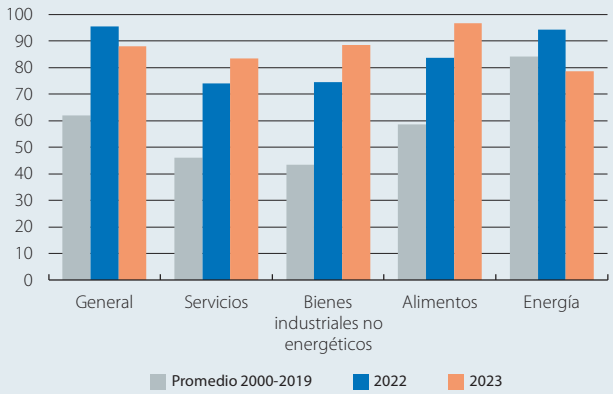
(p. p.)



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

Eurozona: varianza de la inflación de los países explicada por factores comunes *

(%)



Notas: ** Realizamos un análisis de componentes principales para la inflación (general y por productos) de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. El gráfico presenta la varianza entre los países explicada por el primer componente principal, calculado en ventanas móviles de 24 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

3. La reciente mayor contribución de los servicios también se observa en la descomposición del coeficiente de variación.
4. Según datos de Bruegel, las ayudas públicas van desde más de un 7% del PIB en Alemania hasta menos de un 1% en Finlandia.
5. Por ejemplo, Francia optó por intervenciones directas sobre el precio del gas. Así, el tensionamiento de sus precios energéticos fue menor a corto plazo, pero su distensión está siendo más lenta a medio plazo: en el pico de la crisis, el IPC energético de la eurozona llegó a ser un 30% superior al de principios de 2022, frente a «solo» un 15% en Francia; hoy, la cifra para la eurozona se ha relajado hasta el 10%, pero sigue cerca del 15% en Francia.

6. Véase Buelens, C. (2023). «The great dispersion: euro area inflation differentials on the aftermath of the pandemic and the war». QREA, vol. 23, n.º 2.

El Reino del Medio y sus vecinos (parte I): una perspectiva geoeconómica

El significado y la utilización del nombre del país que hoy conocemos como China fue evolucionando a lo largo del tiempo. Su nombre más común, utilizado en los últimos siglos y actualmente el nombre oficial del país en mandarín, *Zhongguo*, significa Reino del Medio.[1] Asimismo, las relaciones económicas de China con el exterior han ido también cambiando a lo largo de los siglos, atravesando periodos de práctico aislamiento del exterior, de elevadas tensiones, como durante las guerras del Opio, y de reapertura, a partir de los años setenta del siglo pasado. En Focus anteriores[2] hemos visto cómo el gigante asiático ha ganado importancia en las cadenas de valor globales, superando por primera vez en 2021 la cifra de los 3 billones de dólares en exportaciones de bienes. Cierto es que también es lo mismo en sentido contrario: el mercado chino ha ganado importancia para la mayoría de sus socios comerciales y vecinos. Centrándonos en Asia, tienen a China como destino un cuarto de las exportaciones de Corea del Sur, un quinto de las de Japón y un sexto de las de los países ASEAN.[3] Asimismo, en este siglo destacan dos grandes tendencias: el declive del sector manufacturero japonés y la creciente centralidad de China en las cadenas de valor asiáticas.

Evolución reciente de las cadenas de valor asiáticas: el caso de los países ASEAN

En 2021, las exportaciones de bienes de los países ASEAN al resto del mundo llegaron a los 1,4 billones de dólares (frente a los 1,3 billones de los países USMCA y a los 2,5 billones de dólares de la UE, para citar otros grandes bloques comerciales de ámbito continental).[4] En términos globales, incluyendo los flujos comerciales intrabloque, la región ASEAN representa un 8% del comercio global, frente a casi un 30% de la UE o 12% la USMCA. Si miramos la desagregación sectorial, casi un 40% de las exportaciones del bloque ASEAN al resto del mundo corresponden hoy en día a electrónica y maquinaria. Una década antes, las exportaciones de estos países al resto del mundo llegaban a 900.000 millones, con un 30% del total que correspondían a esos sectores de alta tecnología (entonces, la minería y productos derivados ocupaban un destacado segundo lugar, con un 17% del total de exportaciones, frente a un 8% de hoy en día). El índice de complejidad económica (ECI) elaborado por el Observatorio de Complejidad Económica (OEC) mide la «intensidad tecnológica» de cada economía según el perfil de sus exportaciones, y sitúa a Singapur en sexta posición en tér-

Valor añadido en las exportaciones de terceros países originado en los países ASEAN

(% del VA en las exportaciones de cada sector-país)

	UE-27			EE. UU.			China			Japón			Corea del Sur			Taiwán	Hong Kong	India
	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018
TOTAL	0,4	0,4	0,7	0,5	0,4	0,4	1,2	1,9	1,6	0,8	1,1	1,7	2,5	2,6	2,4	3,5	2,6	0,8
Agricultura	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,6	0,3	0,7	0,8	0,6	0,9	1,3	1,3	1,4	1,7	2,4	2,3	0,1
Minería	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,6	0,8	1,1	0,7	1,1	1,5	1,4	2,0	1,3	2,9	2,9	0,5
Manufacturas	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	1,4	2,1	1,8	0,9	1,3	2,0	2,7	2,9	2,6	4,0	3,5	0,9
Alimentación	0,4	0,5	0,8	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,9	1,5	1,4	1,8	2,5	2,4	2,1	0,2
Textil y vestidos	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,4	1,4	0,7	1,0	1,9	2,2	2,6	3,6	3,6	3,0	0,5
Madera y papel	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,6	2,1	2,0	1,4	0,7	1,1	1,6	1,9	2,5	2,4	3,5	3,3	0,4
Química y farmacia	0,4	0,4	0,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,9	1,6	1,3	1,9	2,4	6,4	5,5	3,1	4,6	4,9	1,5
Metales	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,4	1,1	1,3	1,9	2,2	3,5	3,1	2,7	3,1	3,8	1,0
Electrónica *	0,9	1,0	1,2	1,4	1,1	0,6	1,6	3,2	2,6	0,9	1,2	2,0	2,2	2,6	2,7	4,3	4,2	1,1
Maquinaria	0,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,7	1,0	1,4	1,3	0,6	1,0	1,5	1,7	1,7	2,0	3,0	3,9	0,9
Equipos de transporte *	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,9	0,9	1,2	1,2	0,7	1,2	2,1	1,5	1,8	2,1	2,2	3,4	1,1
Otras manufacturas	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,6	1,5	1,7	1,4	0,7	1,3	1,8	2,1	2,2	2,6	2,8	2,6	0,7
Servicios	0,2	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,7	0,9	0,7	0,4	0,6	0,9	2,0	1,3	1,7	1,8	2,2	0,6

Notas: *En esta tabla se muestra el destino sectorial del valor añadido de las exportaciones finales de cada país. Ejemplo: entre 2015 y 2018, tuvo origen en los países ASEAN un 1,2% del valor añadido de las exportaciones de electrónica de la UE-27, un 2,6% de las exportaciones de electrónica de China y un 4,3% de las exportaciones de electrónica de Taiwán. Los datos se refieren al promedio de los años 1995-2000 (antes de la entrada de China en la OMC en 2001), 2002-2007 (después de la entrada de China en la OMC, precrisis financiera) y 2015-2018 (los años más recientes). Se utilizan los datos de la actualización más reciente de los datos OECD TiVA (noviembre de 2021).*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA.*

1. El nombre occidental China (o *Sinae* en latín) tiene origen en el nombre Qin (pronunciado «chin»), el Estado que se fue expandiendo en la región del río Amarillo superior a partir del siglo VII a. C. y que luego surgió como uno de los poderes dominantes de los Siete Estados Combatientes, unificándolos y estableciendo el primer imperio de la China unificada, bajo la dinastía Qin, en el siglo III a. C. Véase por ejemplo Kwong, L. S. K. (2015) «What's in a name: Zhongguo (or 'Middle Kingdom') reconsidered», The Historical Journal, 58, 3, pp. 781-804. Cambridge University Press.
2. Véanse los Focus «UE y China: mapas de una interdependencia estratégica (I y II)» en el IM05/2022 y en el IM01/2023.
3. Los países ASEAN incluyen Brunéi, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia y Vietnam. Entre estos, los mayores exportadores son Vietnam, Singapur, Malasia, Tailandia e Indonesia.
4. La zona de comercio libre USMCA, anteriormente conocida como NAFTA, incluye a Canadá, EE. UU. y México. Si añadimos el comercio entre países del mismo bloque, los países ASEAN exportan en total unos 1,7 billones de dólares, los que forman la USMCA unos 2,6 billones de dólares y la UE, unos 6,2 billones.

minos globales, Malasia en el puesto 24 y Vietnam en el 58 (en 2010, Singapur se encontraba en el undécimo puesto, Malasia en el 29 y Vietnam en el 78).[5] Los flujos de comercio de la región ASEAN también han ido cambiando de dirección, con una mayor concentración en China y EE. UU. y pérdida de importancia en Japón. Así, China y EE. UU. representan cada uno cerca del 20% de las exportaciones de los países ASEAN (eran alrededor de un 15% en 2010), mientras que la cuota de Japón pasó de un 13% en 2010 a un 8%.

La primera tabla muestra el mapa de la integración de los países ASEAN en las cadenas de valor globales, midiendo el valor añadido originado en estos en el total de exportaciones de cada sector-país. Por ejemplo, por cada 100 euros de exportaciones del sector de electrónica europeo, 1,2 euros tienen origen en ASEAN (en comparación, 81 euros se producen en la propia UE, 4,1 euros en China y 3,4 euros en EE. UU.). Por otro lado, 1,8 euros de cada 100 de las exportaciones de manufacturas de China tienen origen en ASEAN (frente a unos 82 euros en China, 2,3 euros en Corea del Sur y en la UE, 2 euros en EE. UU. y 1,8 euros en Japón).[6] Asimismo, se puede ver cómo los países ASEAN han ganado relevancia en el sector manufacturero global, en particular en sectores más punteros. Además, no solo el bloque ASEAN ha exportado más al exterior directamente (como podemos observar analizando los datos de exportaciones brutas), sino que también, a través de su mayor integración en las cadenas de valor asiática y europea, se ha beneficiado de su efecto arrastre y ha exportado más indirectamente a países terceros.

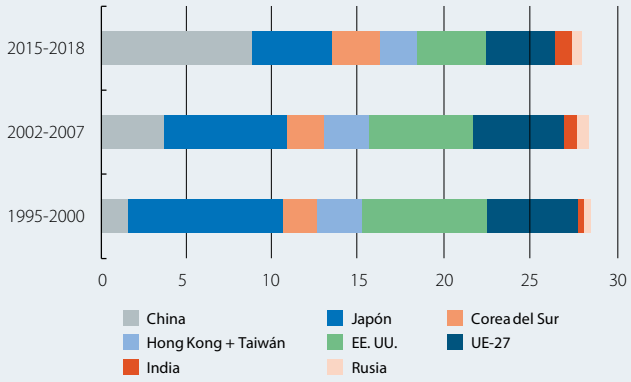
Por otro lado, los países ASEAN también han reajustado sus cadenas de producción. Así, destaca el desplazamiento de Japón por China en la cadena de valor regional (véase el primer gráfico), un «hecho estilizado» que se extiende a otras economías asiáticas.[7] De hecho, hay un desplazamiento general del «centro de gravedad» de las cadenas de valor hacia China, que también afecta a otros socios comerciales, como EE. UU. Finalmente, hay que resaltar que existen importantes diferencias entre países ASEAN. En el Focus «El Reino del Medio y sus vecinos: dos casos de estudio», en este mismo informe, analizamos con más detalle las experiencias recientes de Vietnam y Malasia.

¿Cuál es el futuro de las cadenas de valor asiáticas?

En las últimas décadas, China ha ganado un papel económico indiscutible, lo que a su vez benefició a muchas economías asiáticas. Sin embargo, a medida que fue reclamando un papel geopolítico proporcional a su relevancia económica, las tensiones han aumentado con algunos de sus socios comerciales más importantes, lo que podría producir efectos colaterales relevantes en sus relaciones económicas. ¿Seguirá China siendo el Reino del Medio en las cadenas de valor globales? ¿Cómo podrán posicionarse sus vecinos en el nuevo entorno geopolítico?

Origen geográfico del valor añadido bruto (VAB) de las exportaciones de manufacturas de los países ASEAN

(% del VAB total)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA.*

Si bien Asia ha ganado un papel crucial en las cadenas de valor globales, el continente (y, en concreto, la región del Pacífico) se está convirtiendo en el epicentro de la disputa geopolítica entre bloques. La fragmentación del comercio global, sumada a la ralentización económica de China, traerá así retos mayúsculos a toda la región y, en concreto, a los países ASEAN. Aun así, hay motivos para el optimismo. Hemos podido observar, por ejemplo, cómo, aunque China se haya transformado en el centro de la cadena de valor asiática, los países ASEAN han mantenido (e incluso reforzado) sus relaciones económicas con el resto de Asia y con otras regiones del mundo. Por otro lado, hay que recordar que, entre dichos países, algunos asumen posiciones geopolíticas más cercanas a China, otros más cercanas a EE. UU. y otros mantienen alguna ambigüedad «estratégica». Es factible, entonces, que las nuevas estrategias de minimización de riesgos (o *derisking*) por parte de los bloques geopolíticos emergentes (posiblemente, uno más cercano a EE. UU. y otro a China) acaben generando ganadores, en particular países en posiciones geográficas más cercanas a ambos bloques y a aquellos que poseen determinados recursos imprescindibles (sean recursos naturales o técnicos).[8] Una mayor fragmentación económica puede materializarse así en cadenas de valor más largas, en las que algunas partes de la producción (como el montaje o la producción de determinados bienes intermedios) se tengan que deslocalizar a regiones consideradas «neutrales» con determinadas ventajas competitivas. Los países ASEAN están entre aquellos que, por su geografía y sus ventajas comparativas, incluso podrían salir beneficiados en un entorno más incierto. Por otro lado, otros países, como la India, se están perfilando para «cubrir sus apuestas» en este entorno geopolítico, y podrían posicionarse como un importante socio comercial para la región. Eso sí, no habrá reino en el medio que pueda triunfar solo.

Luís Pinheiro de Matos

5. Como referencia, Japón ocupa el primer lugar, Alemania el quinto, EE. UU. está en décima posición y China en la 25.
6. Al inicio del siglo, los países ASEAN representaban un 2% del VA de las exportaciones de manufacturas de China, frente a un 75% en China, 3% en la UE, EE. UU. o Corea del Sur, y casi un 5% en Japón.
7. No solo Japón ha perdido cuota de mercado en la región, sino que las exportaciones de manufacturas a los países ASEAN, China, Corea del Sur, Taiwán e incluso EE. UU. han caído en términos absolutos. Al mismo tiempo, se ha verificado una disminución del porcentaje del VA «interno» (producido en Japón) en las exportaciones brutas japonesas. Con todo, no se puede hablar de un desacoplamiento de Japón de la cadena de valor asiática (o global), dado que los demás países (o grupos de países) han aumentado su presencia en las cadenas de valor japonesas.
8. Véase, por ejemplo, Campos, R., Estefania-Flores, J., Furceri, D. y Timini, J. (2023). «Geopolitical fragmentation and trade». Journal of Comparative Economics (en publicación).

El Reino del Medio y sus vecinos (parte II): dos casos de estudio

En el Focus «El Reino del Medio y sus vecinos (parte I): una perspectiva geoeconómica», en este mismo informe, podemos ver cómo China se ha transformado en las últimas décadas en el centro de gravedad de las cadenas de valor asiáticas y cómo ello ha afectado a los flujos de comercio de los países de su entorno. Centrándonos en el bloque ASEAN, sus exportaciones al resto del mundo aumentaron un 50% en la última década, acompañadas de una creciente especialización tecnológica, y sus flujos de comercio han ido cambiando de dirección, resultando en una mayor concentración en China y EE. UU. y una pérdida de importancia de Japón. Sin embargo, existen importantes matices entre países, bien ilustrados por los casos de Vietnam y Malasia. Vietnam ha visto sus exportaciones de bienes al resto del mundo multiplicarse por 19 en las últimas dos décadas (frente a una multiplicación por 4, en promedio, del conjunto de los países ASEAN, y por 10 de China), lo que lo ha transformado recientemente en el mayor exportador del bloque ASEAN. Mientras, las exportaciones de bienes de Malasia se han triplicado en el mismo periodo.

Evolución reciente de las cadenas de valor asiáticas: lecciones desde ASEAN

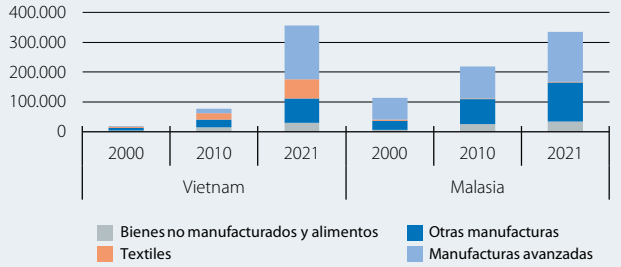
Los destinos y la composición de los flujos de comercio de Vietnam y Malasia se han transformado desde el inicio del siglo. Vietnam exportaba principalmente minería, productos refinados y textiles a Asia (más del 50% de sus exportaciones tenían países asiáticos como destino, principalmente Japón, con casi el 20%). En cambio, en 2021 un 30% de las exportaciones vietnamitas iban a EE. UU. y más de la mitad son de productos de electrónica y maquinaria.[1] Por su lado, un 60% de las exportaciones de Malasia al inicio del siglo eran de productos electrónicos y maquinaria, en especial a EE. UU. (21%), la mitad también a Asia (sobre todo a Singapur y Japón). En 2021, menos de la mitad de las exportaciones eran de electrónica y maquinaria, y se han concentrado básicamente en Asia (representa dos tercios de las exportaciones malasias, con Singapur y China como destinos principales).[2]

Se observa también una evolución divergente de las cadenas de valor de ambos países. En el segundo gráfico, podemos observar cómo Vietnam ha visto una creciente apertura al exterior acompañada de una mayor integración con toda la cadena de valor asiática, en particular con China y Corea del Sur, mientras que el peso de otras economías avanzadas (como Japón, EE. UU. o la UE) se ha mantenido relativamente estable. Por otro lado, en Malasia se ha

1. Asia todavía representa un 50% de las exportaciones brutas de Vietnam, con China como principal destino, con un 16% del total, mientras que las exportaciones a Japón representan menos del 6% del total.
2. Según el Observatorio de Complejidad Económica, los tres productos más exportados por Vietnam eran, en 2010, crudo (7%), arroz y calzado de cuero (4% cada uno). En 2021, la suma de estos representaba menos de un 3% del total, y los artículos más exportados eran equipos de transmisión (14%), teléfonos (7%) y circuitos integrados (5%). De Malasia, destacaban en 2010 las exportaciones de circuitos integrados (12%), el gas y el aceite de palma (6% cada uno), mientras que, en 2021, los tres productos malasios más exportados eran circuitos integrados (21%), petróleo refinado (9%) y aceite de palma (5%).

Vietnam y Malasia: exportaciones anuales de bienes

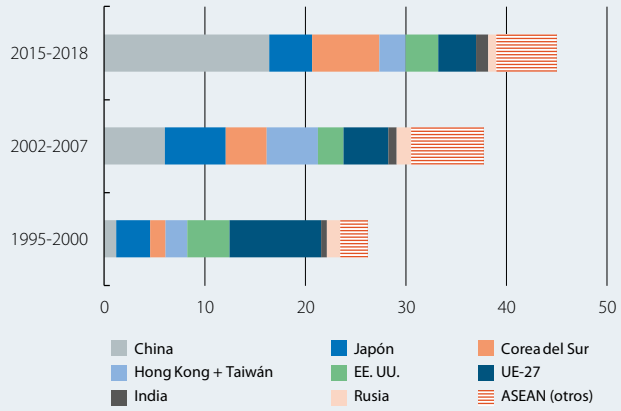
(Millones de dólares)



Notas: *En otras manufacturas se incluyen manufacturas de madera y papel, química y farmacia (inc. productos minerales, como el refinado de petróleo) y metales. Las manufacturas avanzadas incluyen productos de electrónica, maquinaria y equipos de transporte. Nota metodológica: los datos reportados por el OEC se apoyan en la base de datos BACI (Base pour L'Analyse du Commerce International) del centro de estudios CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales), que armoniza datos anuales de comercio internacional de la División de Estadística de las Naciones Unidas (UN Comtrade) para más de 150 países, desagregados a nivel de más de 5.000 productos. Para más detalles sobre estos datos, véase Gaulier, G. y Zignago, S. (2010): «BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version», CEPII Working Paper, 2010-2023.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica (OEC, por sus siglas en inglés) y UN Comtrade.*

Vietnam: origen geográfico del valor añadido bruto (VAB) de las exportaciones de manufacturas

(% del VAB total)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA.*

observado un decrecimiento progresivo del valor añadido externo en las exportaciones, con pérdidas de cuota particularmente visibles de Japón, EE. UU. y la UE (véase el tercer gráfico).[3] Como notable excepción a esta tendencia, destaca la creciente integración del sector manufacturero malasio con China, en particular en sectores como la electrónica o la maquinaria, que llega a representar el 10% del VAB de las exportaciones (en Vietnam, esta cifra llega al 16% en electrónica y al 21% en maquinaria).

La evolución de los intercambios con China (segundo mayor socio comercial para ambos países) es particularmente interesante. Las exportaciones de bienes de Vietnam a China han pasado de unos 7.000 millones de dólares en 2010

3. En la última década, se observa, de hecho, un decrecimiento en valor absoluto del valor añadido en las exportaciones de manufacturas malasias con origen en estos tres mercados y en los países ASEAN.

(un 30% de minería y refinados del petróleo) a 58.000 millones en 2021 (un 60% de electrónica y maquinaria). Por otro lado, Malasia exportaba 27.000 millones de dólares en 2010 a China (más de un 50%, maquinaria y electrónica), en tanto que en 2021 exportaba unos 48.000 millones, con una menor proporción de manufacturas avanzadas (menos del 40% corresponde a maquinaria y electrónica), y un mayor peso de minería, productos refinados (principalmente, gas y petróleo) y metales, que pasaron de representar menos del 3% a un 15%. Los datos de importaciones de electrónica de China (un sexto del total, a la par con las de minería y productos refinados) confirman la transformación estructural del patrón de comercio de Vietnam: un 10% llega hoy del país (una cifra semejante a la de Japón o de la UE, y solo superada por Corea del Sur y Taiwán), frente a un 5% de Malasia. Una década antes, un 7% llegaba de Malasia y menos de un 1% de Vietnam.[4]

¿Dónde van los ASEAN?

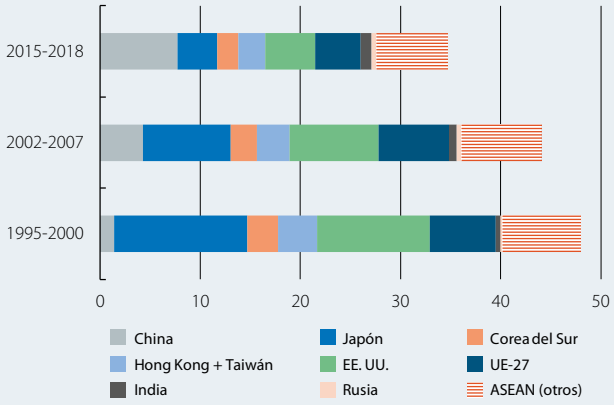
Detrás de estas diferencias en los patrones recientes de evolución del comercio internacional, hay que subrayar la importante heterogeneidad de condiciones económicas, geográficas y políticas entre los países ASEAN.[5] En el caso de Vietnam, observamos un periodo de auge económico, de creciente especialización, acompañado de una diversificación de los flujos de comercio. Malasia, ya de partida una de las economías más desarrolladas de la región, vio una concentración de su cadena de valor en Asia, en particular en China, cuya fuerte demanda de materias primas y metales ha ganado peso en los flujos de comercio del país. Por otro lado, aunque el ascenso de China en el mercado global haya servido de arrastre para los sectores exportadores de algunos de estos países (como Vietnam o Tailandia), repercutiendo beneficios a lo largo de la cadena de valor, también ha resultado en una mayor competencia en sectores más punteros, un efecto con mayor relevancia en las economías más avanzadas de la región (como Malasia, Singapur o Japón).

Pero el caso de Vietnam no es solo uno de convergencia económica y de efectos colaterales positivos del desarrollo económico de China. Vietnam es citado con frecuencia por la calidad de su sistema educativo, que ha generado una oferta laboral con capacidad de respuesta adecuada a una creciente demanda de mano de obra más especializada y contribuido a la rápida expansión de sectores como la electrónica. A ello se suma el factor demográfico, con una población activa creciente y joven, mientras que otros vecinos asiáticos se enfrentan a un declive poblacional. La inversión en infraestructura, y la geografía, también han ayudado: su capital, Hanói, está hoy a menos de 17 horas

4. Vietnam se ha transformado también en el tercer mayor exportador de electrónica a EE. UU. (con un 8% del total de importaciones, solo detrás de China, con un 33%, y México con un 19%, y por encima del conjunto de la UE), frente a un 5% de Malasia. Una década antes, representaba menos del 1% del total de importaciones estadounidenses de electrónica.
5. Vietnam tenía un PIB per cápita de aproximadamente 500 dólares en el año 2000 (considerado como país de renta baja, según los indicadores del Banco Mundial) y creció desde entonces anualmente un 7%, en promedio, mientras que Malasia tenía en 2000 un PIB per cápita en los 4.500 dólares y sostuvo una tasa de crecimiento en el 5% en el periodo. Actualmente, Vietnam tiene un PIB per cápita en los 4.500 dólares y Malasia en los 13.000 dólares, lo que sitúa a ambos países en la definición de países de renta media-alta.

Malasia: origen geográfico del valor añadido bruto (VAB) de las exportaciones de manufacturas

(% del VAB total)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA.*

en carretera del principal clúster tecnológico chino, Shenzhen, y los 3.000 kilómetros de costa facilitan las conexiones marítimas globales.[6] Los ingredientes detrás del éxito de Vietnam, que replican la experiencia de los «tigres asiáticos», ofrecen así varias lecciones de desarrollo a otros países de la región. Finalmente, Vietnam ya puede haber sido uno de los primeros ganadores de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. Entre 2018 y 2021, sus exportaciones de electrónica a EE. UU. se han triplicado y las de China prácticamente se han estancado.

Vietnam está hoy entre las economías más abiertas del mundo y es miembro de más de una decena de acuerdos comerciales, como el RCEP, considerado el mayor acuerdo de comercio regional del mundo,[7] y, desde 1995, del grupo ASEAN. A pesar de sus disimilitudes, quizás el mayor logro de los países ASEAN haya sido traer paz y diálogo a una región arrasada hace pocas décadas por conflictos. Pero el bloque puede todavía ser más ambicioso. El comercio intrarregional todavía representa un 20% del comercio total de la región (frente a más del 60% en el caso de la UE, o 40% en el caso de USMCA, sucesor de la NAFTA), dada la existencia de un elevado nivel de barreras comerciales no arancelarias en la región. Por otro lado, en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas, la práctica inexistencia de instituciones comunes dificulta el aprovechamiento del entorno geoeconómico favorable y amenaza la defensa de prioridades regionales, como la estabilidad del Mar de China Meridional. Como Vietnam en los años 1980, para que el bloque ASEAN siga impulsando el desarrollo de la región, necesita un plan de reformas *doi moi*.

Luís Pinheiro de Matos

6. Según datos del Banco Mundial, la inversión directa extranjera a Vietnam ha llegado a un 5% del PIB entre 2000 y 2021. Esta cifra es superior a la mayoría de sus vecinos asiáticos, como Malasia (con el 3%), y al promedio de los países de renta media-alta (también en el 3%).
7. El RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) entró en vigor en 2022 e incluye a todos los 10 países ASEAN, así como a China, Corea del Sur, Japón, India, Australia y Nueva Zelanda. En conjunto, representa un 30% del PIB mundial y una población de más de 3.000 millones de personas.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Actividad									
PIB real	5,9	2,1	1,9	0,9	1,8	2,5	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	9,3	7,5	5,9	3,3	4,0	5,3	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	110,1	114,0	106,1
Producción industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	–0,8	–0,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,0	46,4	47,6
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.398	1.452	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	306	310	304	302	301	310,9	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	3,8
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,9	–3,7	–3,6	–3,5	–3,2	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,0	3,2	...
Inflación subyacente	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,8	4,7	...

JAPÓN

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Actividad									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	2,0	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	36,2	37,1	36,2
Producción industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	0,0	–2,5	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	8,0	7,0	1,0	5,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,7	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,3	–3,0	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,3	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,2	4,3	...

CHINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	3,9	2,9	4,5	6,3	–	–	...
Ventas al por menor	12,4	–0,8	3,5	–2,7	5,8	...	3,1	2,5	...
Producción industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	4,4	3,7	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,0	49,3	49,7
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	893	912	893	940	...	935,8	913,0	...
Exportaciones	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	...	–13,9	–15,4	...
Importaciones	30,0	0,9	0,2	–6,6	–6,9	...	–6,9	–12,4	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	0,0	–0,3	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,2	7,2	7,2	7,3

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	1,0	–0,5	–2,5	–2,5	–2,2	–1,4	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,9	2,3	3,5	2,1	0,4	–1,2	–1,3	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–16,1	–15,1	–16,0
Sentimiento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	95,2	94,5	93,3
PMI manufacturas	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	43,4	42,7	43,5
PMI servicios	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	52,0	50,9	47,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,5	...	1,8	1,6	1,6	1,4	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,3	7,4	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,7	7,5	7,6	...
PIB real *(variación interanual)*	5,7	3,4	2,4	1,8	1,1	0,6	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	3,3	1,9	1,2	0,8	–0,3	–0,1	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	6,8	2,6	1,2	0,7	0,8	1,0	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	7,3	3,9	2,5	1,5	2,0	0,4	–	–	–

Precios

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,5	5,3	5,3
Subyacente	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,5	5,3

Sector exterior

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Saldo corriente	3,1	–0,9	–0,4	–0,9	–0,6	0,0	0,0	...	...
Alemania	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	5,1	...	...
Francia	0,4	–2,0	–1,2	–2,0	–1,9	–1,8	–1,8	...	...
Italia	3,1	–1,2	–1,1	–1,2	–1,0	–0,4	–0,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**90,8**	**88,9**	**91,7**	**93,1**	**94,2**	**94,4**	**95,8**	**...**

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	06/23	07/23	08/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	3,0	2,2	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,7	1,3	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,8	4,9	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	2,1	2,9	3,7	4,2	4,4	4,5	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	6,3	1,4	–3,9	–8,0	–9,2	–10,5	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	24,0	23,9	...
Instrumentos negociables	11,6	3,6	4,1	7,5	19,4	22,0	22,8	20,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,7	2,8	...

Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

Resiliencia de la economía española en la primera mitad de 2023, pero desafíos para la segunda

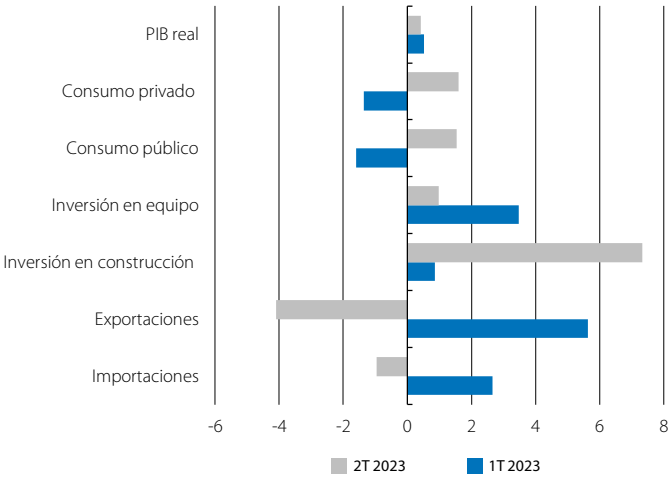
Revisamos la previsión de crecimiento de la economía española al alza en el 2023 por la fortaleza de la economía durante la primera mitad del año. El PIB registró un ritmo de crecimiento notable durante el 1S, con tasas de avance intertrimestral del 0,5% y del 0,4%, en el 1T y el 2T, respectivamente. En contraposición, los primeros indicadores disponibles para el 3T muestran que el ritmo de crecimiento se está moderando. Esta desaceleración se corresponde con un entorno en el que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales se está ralentizando, el sector turístico modera su ritmo de crecimiento al ya haber recuperado sus cotas de actividad prepandemia y por el impacto del endurecimiento de la política monetaria. En conjunto, el impacto de los buenos datos de la primera mitad del año domina sobre la ralentización que proyectamos para la segunda y nos lleva a revisar la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2023 al alza en 0,3 p. p., hasta el 2,3%, aunque no descartamos revisar esta previsión a la baja en los próximos meses si la señal de los indicadores sigue deteriorándose.

El PIB creció en el 2T aupado por la demanda interna. Así, en el 2T 2023 el PIB creció un 0,4% intertrimestral (1,8% interanual) gracias al buen comportamiento de la demanda interna, pues el consumo privado truncó la tendencia de contracción y avanzó un destacable 1,6% intertrimestral, empujado por la moderación de las tasas de inflación. La inversión también registró un avance notable, del 4,6%, gracias a los avances de la inversión en bienes de equipo (1,0% intertrimestral) y, sobre todo, de la construcción (7,3%). Por el lado del sector exterior, las exportaciones cayeron con más fuerza que las importaciones (–4,1% y –1,0% intertrimestral, respectivamente). El ajuste en las exportaciones fue fruto de una fuerte contracción de las exportaciones de bienes (–5,9%), mientras que las de servicios turísticos crecieron un 1,5%. Así, en términos intertrimestrales, la demanda interna contribuyó 1,8 p. p. al crecimiento del PIB, mientras que la externa restó 1,4 p. p.

Los primeros indicadores disponibles para el 3T apuntan a una ralentización del crecimiento. Así, en agosto, el índice PMI para el sector manufacturero sufrió un grave deterioro, debido a una contracción de los volúmenes de pedidos en cartera, y se situó en los 46,5 puntos, 1,3 puntos por debajo de la lectura del mes de julio y muy por debajo del umbral que marca crecimiento (50 puntos). Esta lectura sugiere que el ritmo de contracción de la actividad industrial se ha acelerado respecto a los meses anteriores. El PMI para el sector servicios también retrocedió de manera significativa, 3,5 puntos, hasta emplazarse en los 49,3, también en la zona que marca retroceso de la actividad. Asimismo, en agosto, la afiliación a la Seguridad Social, en términos desestacionalizados, aumentó en cerca de 18.000 afiliados, un ritmo inferior al promedio de crecimiento mensual de cerca de 52.000 afiliados en el 2T. Con los datos de julio y agosto, la afi-

España: PIB y componentes de demanda

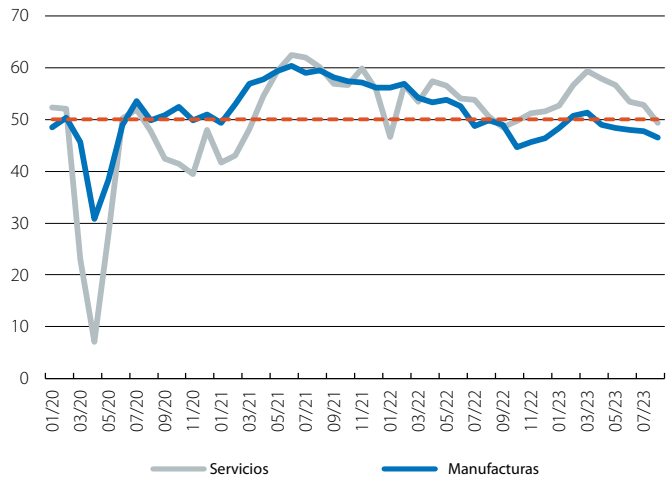
Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

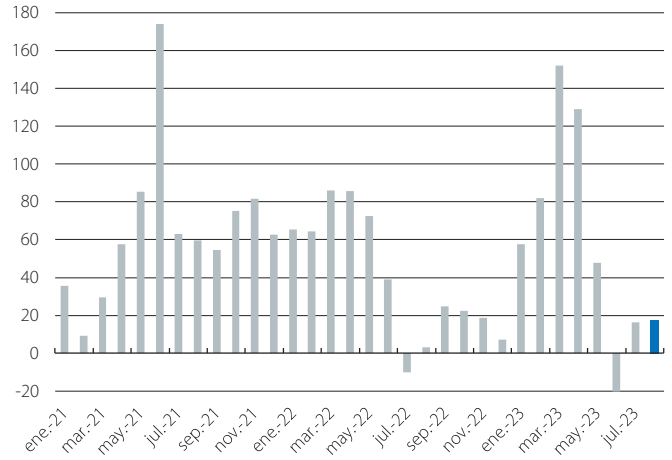
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social

*Variación intermensual (miles) **



Nota: ** Datos desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MSSM.*

liación crece a un ritmo del 0,1% con respecto al promedio del 2T, frente al avance del 1,4% intertrimestral registrado en el 2T.

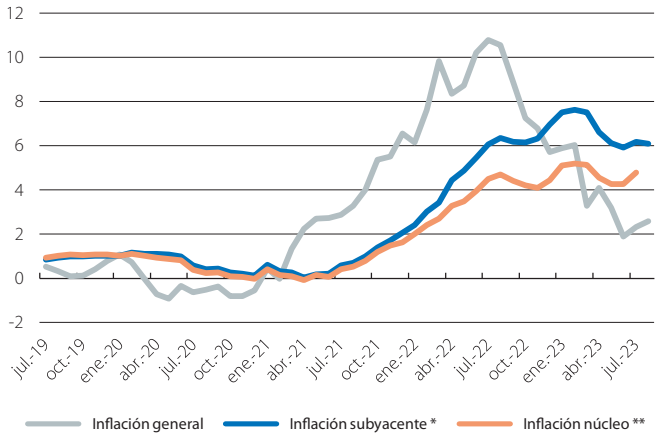
El mercado laboral español anotó excelentes registros en el 2T. Según la EPA, la ocupación aumentó en el 2T 2023 en 604.000 personas, el mayor aumento trimestral de la serie y muy superior a lo habitual en dicho trimestre (+377.000 de media en 2014-2019). En términos desestacionalizados, el empleo creció un 1,4% intertrimestral (1,2% en el 1T), la tasa más alta desde el 3T 2021 cuando finalizó el estado de alarma por la pandemia de COVID-19. Asimismo, la tasa de paro descendió desde el 13,3% hasta el 11,6%, el nivel más bajo desde 2008.

La inflación en España repunta en agosto a causa del alza en los precios de los carburantes. La inflación general ascendió en agosto hasta el 2,6% (2,3% en julio), según el indicador adelantado del INE, mientras que la 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 el alza de la inflación general estuvo determinada, principalmente, por el aumento de los precios de los carburantes y los combustibles. En julio, mes para el que disponemos el detalle por componentes, la inflación general se situó en el 2,3% (1,9% en junio). La subida se debió a varios factores. En primer lugar, el encarecimiento de los carburantes, del 1,7% intermensual, frente a la bajada observada un año antes, del –2,1% intermensual. En segundo lugar, la inflación núcleo repuntó hasta el 4,8% (4,3% en junio), impulsada por el descenso mensual en los precios de vestido y calzado menor que en julio de 2022 y una subida en paquetes turísticos mayor que hace un año. En tercer lugar, los alimentos no elaborados repuntaron con fuerza del 6,3% al 8,9%. También cabe destacar que, en la segunda mitad de 2023, los efectos de base, que durante la primera mitad del año han contribuido de manera sustancial a reducir la inflación, serán mucho más moderados o, incluso, jugarán ligeramente en contra.

La balanza por cuenta corriente mantiene una buena tónica en la primera mitad del año y anota un superávit de 18.981 millones de euros, cifra que contrasta con el déficit acumulado en los primeros seis meses de 2022 (–2.021 millones). Por un lado, el sector turístico mostró datos muy positivos, con un superávit de 27.426 millones, máximo histórico en un primer semestre. Por otro lado, el déficit comercial se moderó hasta los 16.420 millones (–31.963 millones hace un año), gracias a la reducción del déficit energético hasta los 16.705 millones frente a los 25.896 millones del mismo periodo de 2022 y a la mejora de la balanza de bienes no energéticos, que anotó un superávit de 285 millones, frente al déficit de 6.069 millones del año pasado.

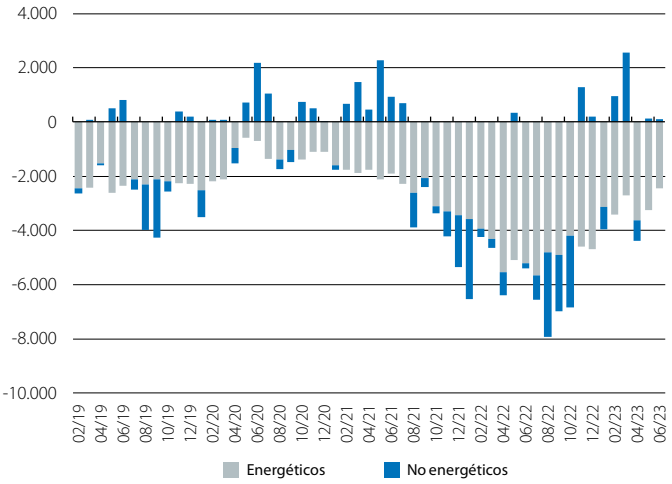
El crecimiento de la recaudación fiscal muestra un ritmo notable pero inferior al de 2022. La recaudación fiscal consolidada (sin corporaciones locales) hasta mayo creció un 7,8% interanual, por debajo del 12,0% del mismo periodo de 2022. Mientras los impuestos directos y las cotizaciones sociales avanzan a buen ritmo por el aumento del empleo, los impuestos indirectos se desaceleran por las rebajas del IVA y la moderación de la inflación.

España: IPC
Variación interanual (%)



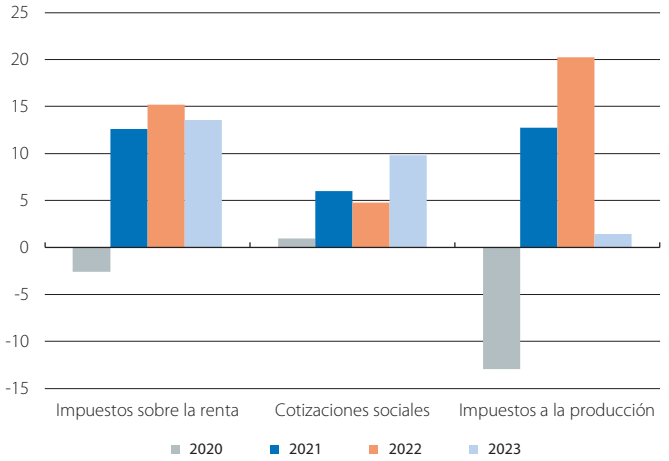
Notas: ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía. ** La inflación núcleo excluye alimentos y energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: saldo comercial exterior de bienes
Datos mensuales (millones de euros)



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

España: recaudación AA. PP. consolidado *
Variación interanual del dato acumulado hasta mayo (%)



Nota: ** Excluidas las corporaciones locales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IGAE.*

El repunte del ahorro y el dinamismo de la renta bruta disponible de los hogares españoles: ¿qué está pasando?

En el 1T 2023, se ha producido un cambio de tendencia en la tasa de ahorro de los hogares españoles. En concreto, tras alcanzar un pico del 18,9% en el 1T 2021[1] por la caída del consumo ante las medidas de distancia social implantadas durante la ya lejana pandemia, habíamos visto una caída sostenida de esta tasa hasta el 7,2% de finales de 2022, de la mano del fin de las restricciones y el aumento de la inflación. Esta trayectoria descendente del ahorro se ha truncado en el 1T 2023 y la tasa de ahorro en el acumulado del último año ha escalado hasta el 7,5%, claramente por encima del promedio prepandemia (6,7% en el promedio 2015-2019). La tasa de ahorro según el dato estanco registrado en el 1T del año ha sido la más elevada en dicho periodo desde 2004, excluidos los excepcionales años de la pandemia.[2]

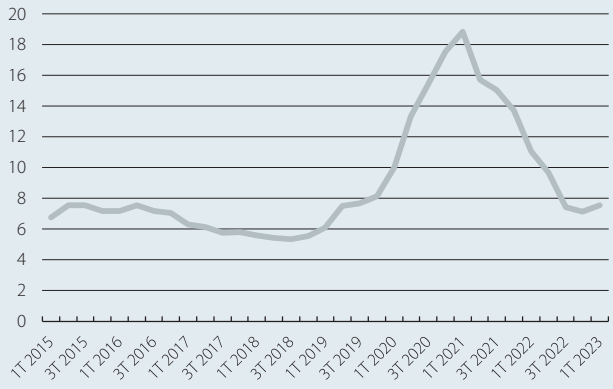
¿Por qué se ha producido este repunte de la tasa de ahorro? Tal y como veremos, los dos elementos principales que explican este dato son, por un lado, la pujanza de la renta bruta disponible, especialmente intensa para algunos segmentos poblacionales, y, por otro, la caída de la inflación, cuya consecuencia natural ha sido moderar el crecimiento del gasto nominal de los hogares.

Empecemos por la evolución de la renta disponible, o lo que es lo mismo, los ingresos después de impuestos que tienen las familias españolas. Esta creció un notable 10,1% interanual en el 1T 2023 (dato estanco), la tasa más elevada desde el 2T 2001. Los principales factores que impulsan dicho crecimiento son: el aumento de la masa salarial (+7,8% interanual), reflejo del aumento de la ocupación y de un mayor dinamismo salarial,[3] las prestaciones sociales (+8,5% interanual, impulsadas por la revalorización de las pensiones), los ingresos de los autónomos y las rentas de la propiedad gracias al aumento del pago de dividendos y otras rentas de inversión. Todo ello ha compensado el incremento de los pagos netos por intereses, que han ascendido a 4.118 millones de euros (aumento de 1.755 millones respecto al dato estanco del 1T 2022).

Si miramos la renta disponible por hogar, cabe tener en cuenta que en el último año se han creado en términos netos 241.000 hogares (+1,3% interanual), en buena parte por los flujos migratorios. De esta forma, la renta por hogar ha crecido un 8,7% interanual en el 1T, por debajo del aumento de la renta disponible agregada (10,1%). Si atendemos al crecimiento de la renta disponible por hogar en términos reales, observamos que el ritmo de avance se queda en el 3,5%.

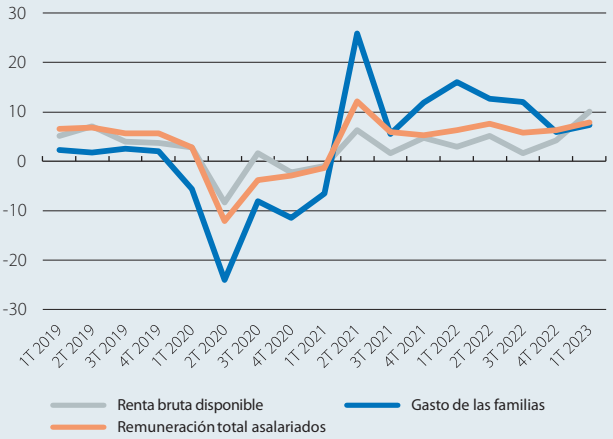
Pese al empujón de los ingresos en términos nominales, en términos reales la renta disponible de las familias en el acumulado de los últimos cuatro trimestres todavía se sitúa un 5% por debajo de los niveles prepandemia. A pesar de ello, la moderación de la inflación está permitiendo que la renta disponible en términos reales recupere el terreno perdido y se aproxime gradualmente a los niveles prepandemia.

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



Nota: *Acumulado de 4 trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares
Variación interanual (%)



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

1. Ahorro en porcentaje de la renta disponible en el acumulado de cuatro trimestres.
2. Si no se desestacionaliza, el ahorro en el 1T (dato estanco) suele ser pequeño o negativo por la pujanza del consumo en la campaña de Reyes. En el 1T 2023, el ahorro bruto ha sido de 1.900 millones de euros, muy por encima de lo que fue tradicional en los 1T 2015-2019, en los que fue negativo.
3. En el 1T 2023, el aumento del número de asalariados a tiempo completo fue del 2,6% interanual, lo que implicaría un aumento de la remuneración por empleado superior al 4,0%.

En cambio, el gasto en consumo de los hogares ha ido perdiendo fuelle: ha crecido un 7,4% interanual en el 1T, claramente por debajo del 11,6% del conjunto de 2022. La moderación de la inflación junto con el alza de tipos de interés explicarían el menor fuelle del consumo. A la vez, también pueden estar influyendo en las decisiones de los hogares unas expectativas de moderación de la actividad económica ligadas al endurecimiento de la política monetaria.

Claramente, también, aunque haya aumentado la tasa de ahorro en el agregado, las diferencias entre hogares son notables. No en vano, el crecimiento interanual de la masa salarial (7,8% interanual) ha sido muy pareja en el 1T a la del consumo (7,4%). En cambio, los pensionistas han visto incrementada su pensión en un 8,5% interanual y el aumento de las rentas netas de la propiedad ha beneficiado posiblemente a hogares con rentas altas y una menor propensión marginal a consumir.

En el conjunto del año, prevemos que el crecimiento de la renta bruta disponible se sitúe alrededor del 5,0%, lo que debería permitir que, en agregado, el consumo de los hogares en términos reales pueda cerrar el año en un nivel muy similar al de 2022, a pesar del difícil contexto marcado por el aumento de los tipos de interés y la todavía elevada inflación.

Javier Garcia-Arenas

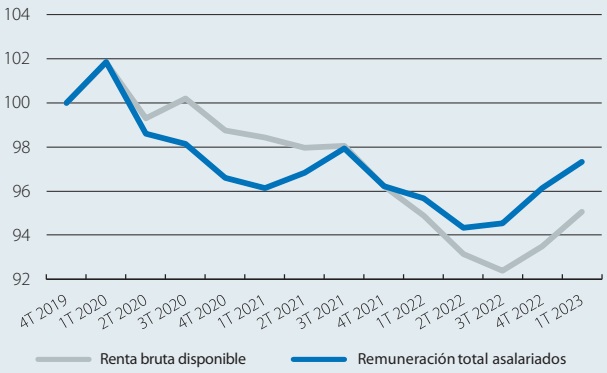
Cuentas no financieras de los hogares

	1T 2022 (M€)	1T 2023 (M€)	Variación (%)
Remuneración total asalariados (+)	147.026	158.507	7,8
Ingresos autónomos (+)	47.886	52.966	10,6
Rentas netas propiedad (+)	3.863	4.017	4,0
*Pago neto de intereses * (–)*	*–2.363*	*–4.118*	*74,3*
Otros (dividendos, otras rentas de inversión... (+)	*6.226*	*8.135*	*30,7*
Impuestos renta (–)	–28.909	–32.137	11,2
Cotizaciones sociales netas (–)	–46.939	–50.170	6,9
Prestaciones sociales (+)	55.258	59.943	8,5
Otros (+)	5.632	9.221	96,1
RBD ** final (Contabilidad Nacional)	183.817	202.347	10,1

Notas: ** Antes de la asignación del SIFMI (servicios de intermediación financiera).*
*** RBD equivale a renta bruta disponible.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

*España: renta disponible y masa salarial de los hogares en términos reales **

Índice (100 = 4T 2019)



Nota: ** Acumulado de los últimos 4 trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

En España, se prolonga el desapalancamiento de hogares y empresas

Una vez superada la crisis derivada de la pandemia, que disparó el peso de la deuda sobre el PIB hasta niveles máximos, las ratios de endeudamiento han recuperado la senda bajista previa a la COVID. En particular, en el sector privado, tanto empresas como familias ya tienen unos niveles de endeudamiento inferiores a los de antes de la pandemia y mucho más bajos de los que tenían en la crisis financiera de 2008. Todo ello, junto al mayor peso de la deuda a tipo fijo, los sitúa en una posición menos vulnerable para afrontar el repunte de los tipos de interés.

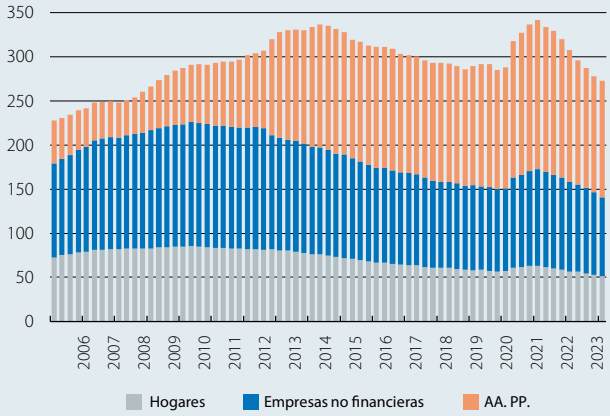
La deuda total de la economía española[1] aumentó en el 1T 2023 un 0,6% intertrimestral (21.510 millones de euros) hasta 3,71 billones, si bien en términos de PIB, debido al fuerte aumento del PIB nominal, se redujo en 5,3 puntos, hasta el 272,8%, la ratio más baja desde el 1T 2009. Este descenso del endeudamiento global se explica, exclusivamente, por el comportamiento del sector privado no financiero (familias y empresas), ya que la deuda de las Administraciones públicas (AA. PP.)[2] aumentó ligeramente hasta el 131,9% del PIB, aunque se encuentra en torno a mínimos desde 2013.

En el caso de las familias y las empresas, su deuda se redujo en 28.428 millones de euros hasta un total de 1,92 billones, equivalentes al 140,9% del PIB (146,6% al cierre de 2022); en términos consolidados (descontada la deuda entre empresas, ya que en muchos casos se trata de tenencias entre matriz y filiales), la deuda privada se situó en el 121,1% (125,4% anterior), de modo que sigue por debajo del umbral fijado por la Comisión Europea en el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM):[3] hay que retroceder casi 20 años (hasta el 2T 2003) para encontrar una ratio inferior.

A continuación, pasamos a analizar con algo más de detalle los flujos y balances financieros de familias y empresas.

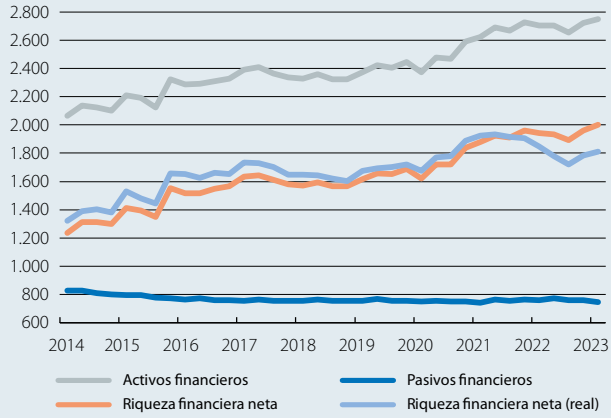
1. Deuda materializada en valores representativos de deuda y en préstamos. Asimismo, la deuda del conjunto de la economía no incluye instituciones financieras para evitar una doble contabilización.
2. El concepto de endeudamiento de las AA. PP. empleado en las Cuentas Financieras es más amplio que el utilizado por la Comisión Europea en términos del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE): este último, que se situó en el 1T 2023 en el 113,0% del PIB, incluye las obligaciones brutas de las AA. PP. en efectivo y depósitos, títulos representativos de deuda (computados por su valor nominal y no por su valor de mercado) y préstamos; no incluye los pasivos de las AA. PP. en poder de otras AA. PP., los créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago.
3. Mecanismo de supervisión que tiene por objeto prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en los países de la UE, mediante el seguimiento de 14 indicadores, que generan una señal de alerta cuando se rebasan ciertos umbrales; en el caso de la deuda privada consolidada, este umbral se establece en el 133% del PIB.

España: deuda de los sectores no financieros
(% del PIB)



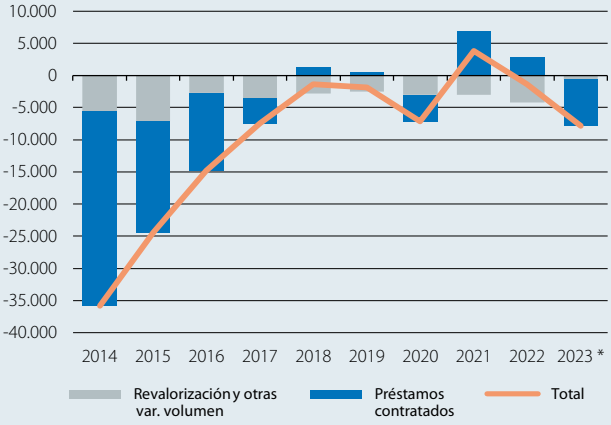
Nota: *Deuda no consolidada.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

España: balance financiero de los hogares
(Miles de millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

España: deuda de los hogares
Variación (millones de euros)



Notas: *Deuda materializada en préstamos. * 1T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

Las familias destinan el mayor ahorro generado a amortizar deuda

Las familias continuaron desapalancándose en el 1T 2023, al reducir su deuda en 7.866 millones de euros (–1,1%) hasta 694.938 millones, cantidad que representa el 51,1% del PIB, 2 puntos menos que en el trimestre anterior y el mejor registro desde 2002. Como consecuencia de las subidas de tipos de interés, las familias prolongaron la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2022 y emplearon el mayor ahorro acumulado en el periodo a la amortización neta de préstamos bancarios por importe de 7.268 millones de euros: se trata del flujo más negativo en un 1T desde 2014, que contrasta con la contratación positiva del 1T 2022 (443 millones) y supera el promedio del mismo periodo de 2014-2019 (–4.956 millones).[4]

En cuanto a la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares, en el 1T 2023 fue negativa (–5.468 millones de euros), algo que no sucedía en un primer trimestre desde 2017. Básicamente, los hogares redujeron el efectivo (–1.442 millones de euros *vs.* –2.719 millones de promedio en 2014-2019) y, sobre todo, los depósitos bancarios (–20.776 millones *vs.* –941 millones); en cambio, invirtieron en valores representativos de deuda y en participaciones en capital y fondos de inversión (FI) 9.534 millones y 9.518 millones, respectivamente.

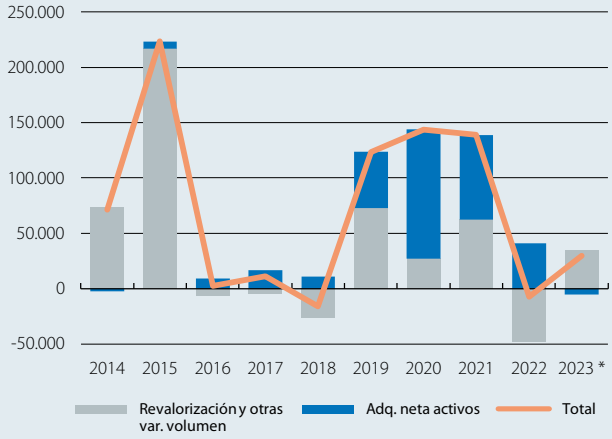
La adquisición negativa de activos se vio ampliamente contrarrestada por una intensa revalorización de estos (34.897 millones de euros), principalmente por la mejora de las cotizaciones de participaciones en capital y fondos de inversión, de modo que el *stock* de activos financieros brutos de los hogares creció en 29.357 millones de euros, hasta un total de 2,75 billones.

Por lo que respecta a la estructura de la riqueza financiera de los hogares, se viene observando una recomposición de esta, al reducirse el peso del efectivo y los depósitos y ganar protagonismo instrumentos con una mayor rentabilidad esperada, como las letras del Tesoro y los fondos de inversión. Así, las participaciones en capital y fondos de inversión concentran el 45,4% del total de activos financieros de las familias, el mayor porcentaje desde 2017 (43,0% en 2014-2019), mientras que, por el contrario, la participación del efectivo se reduce a mínimos históricos (2,0% *vs.* 3,1% antes de la pandemia). Por su parte, los seguros y fondos de pensiones se recuperan tímidamente tras una prolongada senda descendente, si bien continúan cerca de mínimos desde 1999 (12,5%).

4. Al retroceso de la nueva financiación que se viene observando desde el pasado verano, sobre todo en el segmento de préstamos para adquisición de vivienda, se añade un incremento de las amortizaciones de hipotecas, básicamente de préstamos a tipo variable, cuyo coste se ha incrementado notablemente. Véase Banco de España (2023). «Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre de 2023».

España: activos financieros de los hogares

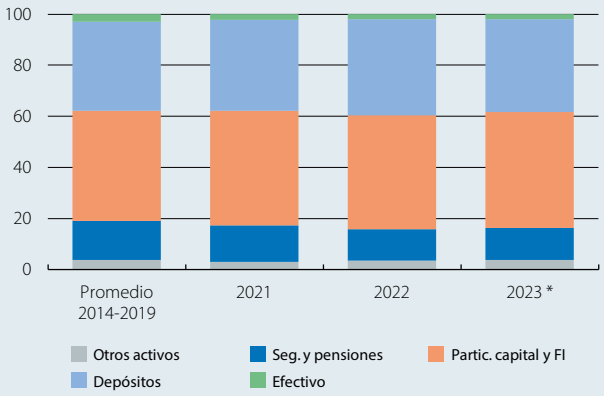
Variación (millones de euros)



Nota: ** 1T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

España: estructura de la riqueza financiera de los hogares

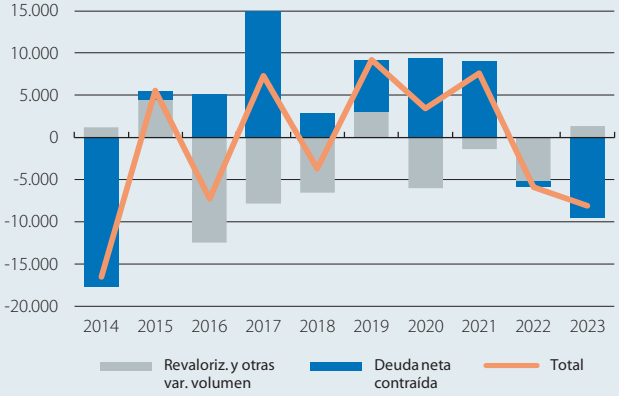
(% sobre el total)



Nota: ** 1T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

España: deuda consolidada de las empresas no financieras en el 1T

Variación intertrimestral (millones de euros)



Nota: *Deuda materializada en préstamos y valores representativos de deuda; excluida la deuda frente al mismo sector.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

Como resultado del aumento de los activos financieros comentado anteriormente, junto con la caída de los pasivos totales[5] (–11.380 millones de euros), se ha producido un crecimiento de la riqueza financiera neta de las familias, de 40.736 millones respecto al trimestre anterior, hasta superar ligeramente los 2 billones de euros, nuevo máximo histórico.

El hecho de que, a nivel agregado, los hogares estén mejorando su posición patrimonial, no es incompatible con las dificultades que están atravesando algunos segmentos, como aquellas familias con deudas a tipo de interés variable o las de rentas más bajas.[6]

El endeudamiento empresarial, en mínimos de 20 años

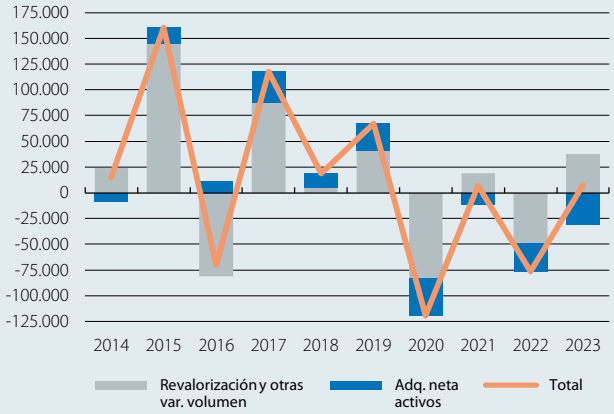
La deuda neta contraída por las empresas no financieras (en términos consolidados) se redujo en los tres primeros meses del año en 9.468 millones de euros, la mayor amortización en un primer trimestre desde 2014 (–603 millones en el 1T 2022 y +2.121 millones de media en 2014-2019). Si descontamos un ligero aumento de los precios de los valores emitidos de renta fija, junto con otras variaciones en volumen, el saldo de deuda consolidada de las empresas se contrajo en 8.116 millones de euros (–0,8%) hasta un total de 952.696 millones; en términos de PIB, equivale al 70%, la ratio más baja desde el 3T 2003.

En cuanto a los activos financieros de las empresas, se incrementaron ligeramente en el 1T, apenas 7.181 millones de euros (hasta 3,03 billones), cifra que mejora la de un año antes (–76.766 millones), pero que queda muy por debajo del promedio de 2014-2019 (51.565 millones). Este aumento del saldo de activos se explica totalmente por la fuerte revalorización anotada (37.600 millones), sobre todo de acciones y FI, ya que la adquisición neta de activos fue negativa (–30.724 millones), algo que viene siendo habitual en los últimos años en el 1T: las sociedades redujeron activos materializados en créditos comerciales, préstamos y, sobre todo, efectivo y depósitos.

Sergio Díaz Valverde

España: activos financieros de las empresas no financieras en el 1T

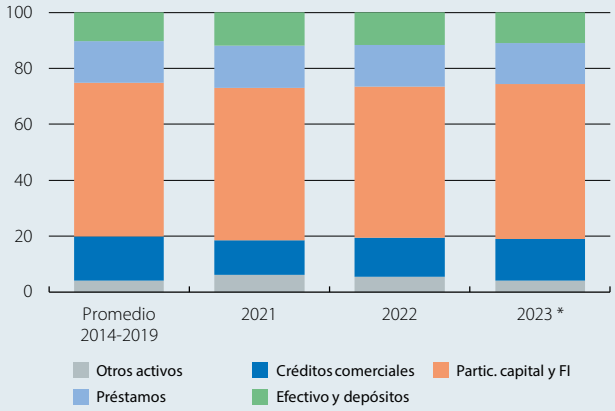
Variación intertrimestral (millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

España: estructura de la riqueza financiera de las empresas no financieras

(% sobre el total)



Nota: ** 1T.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (Cuentas Financieras).*

5. Además del saldo vivo de los préstamos bancarios, incluye créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (intereses de préstamos devengados, impuestos y cotizaciones pendientes de pago).
6. Véase Banco de España (2023). «Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre 2023».

Nuevas perspectivas para el sector turístico español: fortaleza y moderación

El sector turístico español ha empezado 2023 con robustez. En la primera mitad de 2023, el turismo se ha reforzado como uno de los motores de la economía española, completando así su recuperación después del parón completo de 2020, la insuficiente mejoría de 2021 y el empuje de 2022. Los indicadores de actividad del INE muestran que, en 2023, la demanda turística real –sin el efecto de los precios– superó la de 2019, aupada por el fuerte impulso del turismo internacional. Las pernoctaciones en alojamientos hoteleros y extrahoteleros en los primeros siete meses de 2023 superaron en un 1,6% las de las mismas fechas de 2019. Este excelente dato se cimienta en la fortaleza del turismo doméstico, que superó en un 6,7% el dato de 2019, y en la fuerte recuperación del turismo internacional, que estuvo solamente un 1,6% por detrás de sus cifras de 2019.

Las cifras de llegadas de turistas internacionales están mostrando una considerable heterogeneidad. Observamos una recuperación espectacular del número de turistas proveniente de América: según los datos del mes de junio, se situaron un 27% por encima del nivel de mayo de 2019. En cambio, mercados más tradicionales presentaban una recuperación más modesta. En especial, el turismo procedente del Reino Unido da síntomas de debilidad, manteniéndose aún un 6,9% por debajo de los niveles de 2019 en los primeros seis meses de 2023.

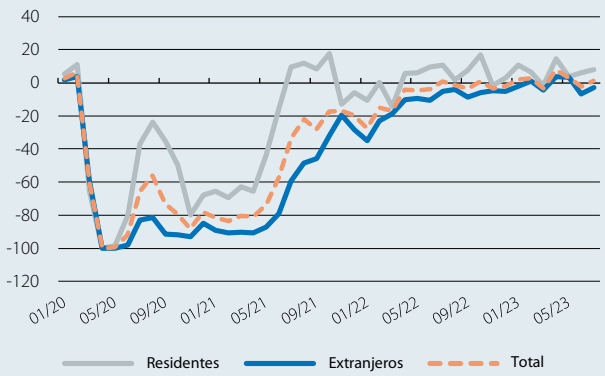
Estas buenas cifras de demanda real se han dado, además, en un entorno de fuerte alza de los precios. Así, según los datos de IPC de julio, el componente de precios de hostelería y turismo acumulaba un alza del 17,8% desde julio de 2019 hasta julio de 2023. Con ello, el gasto turístico se ha visto doblemente espoleado, con lo que el gasto de los turistas internacionales en los primeros seis meses del año alcanzó un incremento del 14,2% con respecto al mismo periodo de 2019.

Las perspectivas a corto plazo para la temporada alta de 2023

Los indicadores de interés por viajar a España, que nos ayudan a adelantar las tendencias durante la temporada alta, están reflejando la complejidad de la situación macroeconómica internacional. El interés por viajar a España cayó fuertemente en el Reino Unido en el mes de junio, al situarse un 12,5% por debajo de su nivel de referencia. El mal desempeño macroeconómico del país, la fuerte subida de tipos y la debilidad de la libra esterlina están siendo un fuerte condicionante para el turismo británico. Adicionalmente, los datos de otros destinos competidores como Turquía, Grecia y Portugal apuntan a que están siendo más competitivos a la hora de captar la demanda británica, lo que está suponiendo un freno adicional.

España: pernoctaciones turísticas

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



Nota: *Pernoctaciones en establecimientos hoteleros, apartamentos turísticos, agroturismos y* campings.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

En cambio, el interés de los turistas de la UE por viajar a España está resistiendo de manera notable, y en los siete primeros meses de 2023 se sitúa un 6,7% por encima de su nivel de referencia. Al desagregar las cifras de la UE por países, destaca sobre todo el fuerte interés por viajar a España de alemanes y holandeses, con registros un 9,5% y un 8,4% por encima de la referencia, respectivamente. Los indicadores relativos a Francia y, sobre todo, Italia muestran más debilidad y acusan una situación macroeconómica frágil.

Por parte de los turistas de EE. UU. observamos una normalización del interés en viajar a España a niveles prepandemia, lo que adelanta muy buenas cifras de llegadas para el verano. Este indicador también apunta a un fuerte crecimiento del interés por viajar a España en Japón, al situarse un 16,7% por encima del periodo de referencia. Estos datos son coherentes con las fuertes subidas del turismo proveniente de las Américas y Asia observados en los últimos meses.

Desaceleración para finales de 2023 y a lo largo de 2024

Aunque el turismo es actualmente uno de los motores de la economía española, es probable que en los próximos trimestres ganen relevancia varios factores que moderarán significativamente el crecimiento del sector turístico:

- El complicado panorama macroeconómico en los países de origen de turistas internacionales: a pesar de la fuer-

te inercia de la demanda turística, esperamos que la caída acumulada de los salarios reales en 2022 y el endurecimiento de las condiciones financieras limite la capacidad de crecimiento de los turistas europeos de cara a 2024, algo que ya estamos observando en el turismo británico.

- La reactivación de los destinos más lejanos para el turista europeo y español: según los datos de pagos de tarjetas de CaixaBank en el extranjero, el gasto turístico de los españoles en el extranjero aún se sitúa lejos de los niveles de 2019 (especialmente para los destinos lejanos) y esperamos ver una recuperación en los próximos trimestres, dado que la movilidad internacional de los españoles debería tender a normalizarse.
- La competencia de destinos más económicos: los principales mercados competidores de España en el Mediterráneo están mostrándose muy competitivos en el actual entorno de elevada inflación y caídas en los salarios reales. Destaca el caso de Turquía y Marruecos, dos competidores con niveles de precios muy competitivos.

Previsiones de CaixaBank Research para el sector turístico en España

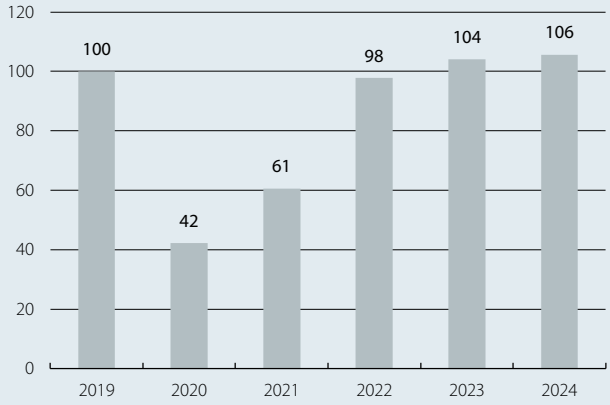
A pesar del menor ritmo de avance, el repaso de los indicadores claves del sector nos deja un escenario aún relativamente positivo para 2023, para el que auguramos un crecimiento considerable. Prevemos que los vientos de cara entren en acción sobre todo hacia finales de 2023 y durante 2024, año para el que esperamos un crecimiento del PIB turístico más moderado, principalmente debido a los tres factores enumerados anteriormente. Aun así, el sector turístico seguirá gozando de algunas palancas de crecimiento, como la recuperación de los mercados de larga distancia (esperamos muy buenas cifras de las Américas y una recuperación del mercado asiático) o la resiliencia de la demanda turística europea en España gracias a la elevada competitividad del destino.

Teniendo en cuenta la situación robusta actual, los factores en contra señalados y las palancas de crecimiento aún disponibles, nuestra previsión del PIB turístico es que, en términos reales, en 2023 se alcance un crecimiento del 6,5% anual, y así se sitúe un 4,1% por encima del nivel de 2019. Para 2024, prevemos un crecimiento más moderado, del 1,5%, lo que situará el PIB turístico un 5,7% por encima del nivel de 2019.

Por país de origen, esperamos que la demanda doméstica crezca un 0,4% en 2023, ya mostrando un menor margen de crecimiento con respecto a 2022 –cuando ya recuperó niveles de 2019–. Por su parte, prevemos que las llegadas internacionales crecerán un 11% y, por primer año tras el inicio de la pandemia, recuperarán los niveles de 2019. De cara a 2024, esperamos que el turismo internacional será el principal motor de crecimiento del sector, apoyado en la recuperación del turismo de larga distancia.

David Cesar Heymann y Javier Ibáñez de Aldecoa

España: PIB turístico real
Índice (100 = 2019)



Nota: *Previsiones a partir del 2023.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

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	06/23	07/23	08/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	4,7	0,8	1,4	–1,6	–3,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,6	–0,9	–5,1	–5,3	–4,4	–5,3	–8,7	–9,6	–6,5
PMI de manufacturas (*valor*)	57,0	51,0	49,2	45,6	50,1	48,5	48,0	47,8	46,5
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	4,7	15,4	8,8	2,6	–1,8	–	...	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	9,6	28,9	22,9	17,2	10,0	3,3	1,0	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	7,6	5,5	3,5	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	64,7	129,8	208,8	129,8	90,7	40,6	40,6	31,5	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	52,5	51,0	50,8	56,3	56,0	53,4	52,8	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	0,2	1,9	6,7	6,1	6,5	7,3	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	–3,0	3,1	2,6	45,5	9,9	13,3	10,7	7,8
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–12,9	–26,5	–32,9	–28,1	–22,7	–18,9	–16,2	–11,6	–14,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	3,0	3,1	2,6	1,4	1,8	2,9	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	14,8	12,9	12,7	12,9	13,3	11,6	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	2,5	3,9	3,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,7	...
PIB	**5,5**	**5,5**	**4,9**	**3,0**	**4,2**	**1,8**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	3,1	8,4	10,1	6,6	5,1	3,1	1,9	2,3	2,6
Subyacente	0,8	5,1	6,2	6,5	7,6	6,2	5,9	6,2	6,1

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	06/23	07/23	08/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	21,2	22,9	23,3	22,9	20,5	12,3	12,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	24,8	33,4	38,1	33,4	24,0	10,7	10,7	...	...
Saldo corriente	**11,5**	**7,3**	**6,1**	**7,3**	**21,5**	**28,3**	**28,3**	**...**	**...**
Bienes y servicios	17,9	18,5	14,4	18,5	34,1	44,6	44,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	–6,4	–11,2	–8,3	–11,2	–12,6	–16,4	–16,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**22,4**	**19,2**	**18,0**	**19,2**	**35,1**	**41,9**	**41,9**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,3	3,8	1,7	0,4	0,3	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	8,2	5,0	0,3	–4,0	–5,1	–6,6	...
A plazo y preaviso	–24,4	–19,7	–19,2	–7,3	7,7	40,1	53,2	63,4	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	6,6	–3,2	7,4	6,8	6,0	12,3	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,7**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	1,3	0,5	–0,9	–2,2	–2,4	–3,0	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	2,4	0,9	–1,0	–2,7	–3,1	–3,9	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,1	0,2	–1,2	–2,4	–2,7	–3,3	...
Hogares - otras finalidades	–1,2	–0,6	–0,9	–0,1	–0,1	–0,4	0,2	0,1	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	–3,5	–1,1	–0,2	–3,3	–2,1	–5,1	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–2,4**	**–3,2**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**4,3**	**3,5**	**3,8**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**...**	**...**

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

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

Tras un fuerte arranque de año, la economía portuguesa va perdiendo fuelle

El PIB se estancó en el 2T, debido al empeoramiento de la demanda externa tras el fuerte crecimiento que había anotado en el trimestre anterior, mientras que la demanda interna anotó un mejor desempeño gracias especialmente al mejor tono del consumo de los hogares.

Los últimos datos referentes ya al 3T muestran señales mixtas, aunque con un tono de desaceleración. Por un lado, la facturación del comercio minorista y las ventas de vehículos siguen fuertes, con crecimientos del 3,6% y 9,6% interanual en julio, respectivamente, y las pernoctaciones turísticas siguen superando las de 2022. Por el contrario, el indicador diario de actividad apunta a un crecimiento interanual muy modesto en agosto y el indicador de clima económico cae 1 décima respecto a julio. En el ámbito de los precios, la inflación preliminar de agosto volvió a repuntar hasta el 3,7% (por el aumento de la energía y los alimentos no elaborados), si bien el componente subyacente continúa la senda descendente.

Buen tono del mercado laboral en el 2T, pero los datos recientes muestran riesgos. La tasa de desempleo disminuyó del 7,2% al 6,1% y la población ocupada alcanzó el nivel más alto desde el 2T 2009 (+1,6% interanual). Aun así, hay algunas señales de advertencia, como el aumento del empleo precario, que explica casi el 80% del incremento interanual del empleo asalariado, y el paro registrado, que creció en julio un 2,5% interanual. Además, hay que destacar el número históricamente elevado de trabajadores despedidos y el aumento de los despidos colectivos y de las solicitudes de prestaciones por desempleo en julio.

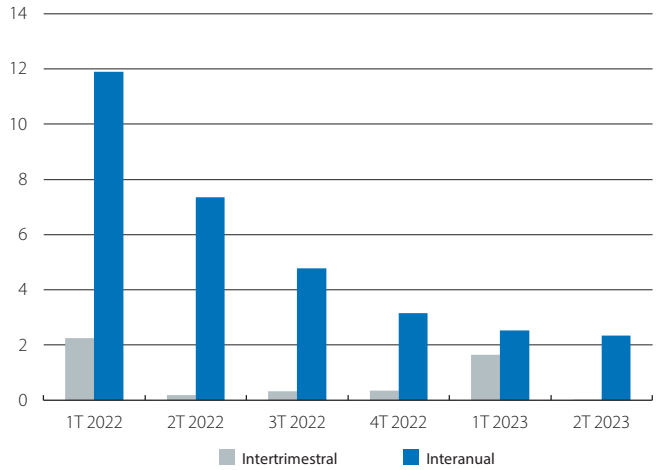
Las cuentas públicas se mantienen en terreno positivo por séptimo mes consecutivo. El superávit presupuestario acumulado hasta julio fue del 1,4% del PIB, con un aumento interanual de los ingresos del 8,6% y de los gastos del 5,9%. Los principales impulsores de estos incrementos han sido el aumento de los ingresos tributarios en el primer caso y el avance de las transferencias corrientes (fruto de la actualización de las pensiones y el crecimiento del número de pensionistas) y los gastos de personal en el segundo.

Superávit exterior en el primer semestre. Hasta junio, el superávit frente al exterior ascendió a 2.115 millones de euros, en contraste con el déficit de 2.919 millones en 2022. Este comportamiento se debe a varios factores: (i) la importante reducción del déficit de la balanza energética, gracias, tanto a la normalización de los precios como a la reducción de las cantidades de combustibles importados, (ii) la notable mejora del superávit de la balanza turística y (iii) el aumento del superávit de la cuenta de capital respecto a 2022, gracias a los fondos comunitarios para apoyar la inversión.

El sector inmobiliario se ralentiza moderadamente. Los precios están subiendo, pero sin la exuberancia de antaño, y la desaceleración del mercado se hace visible por el lado de la demanda. Así, los precios de la vivienda aumentaron un 1,8% en el 2T 2023, el menor avance trimestral en dos años. Seguimos apostando por un aterrizaje suave de los precios en 2023, respaldado por los datos sólidos del 1T, la fortaleza del mercado laboral y una oferta inmobiliaria limitada.

Portugal: PIB real

Variación (%)



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

Portugal: indicadores del mercado de trabajo

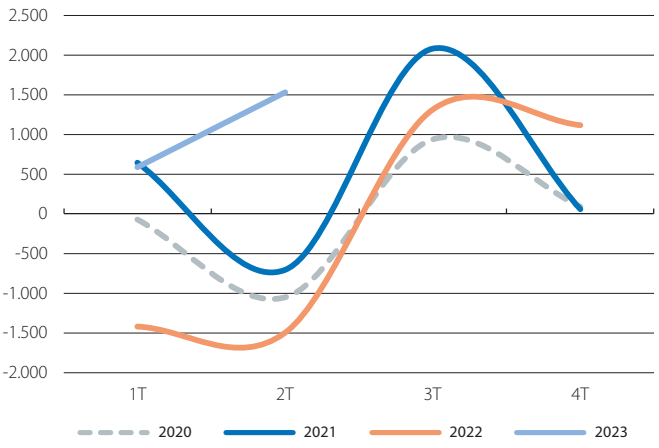
(Miles de personas, a menos que se indique lo contrario)

	Promedio en el mes de julio de los 5 años previos a la pandemia	Julio 2023	Julio 2022	Variación interanual (%/p. p.)
Empleo (INE)	4.570	4.933	4.882	1,0
Desempleo (INE)	469	330	310	6,4
Tasa de desempleo (%)	9,4	6,3	6,0	0,3
Paro registrado	415	284	277	2,5
Ofertas de empleo (miles de ofertas)	21,0	16,6	21,4	–22,7
Empleo registrado en la S. S.	3.378	4.136	3.993	3,6
Despidos (número de personas)	609	4.031	2.981	35,2
Beneficiarios del subsidio de desempleo	206	168	160	4,9
Despidos colectivos *	2,1	1,9	1,5	22,6

Nota: ** Los datos de despidos colectivos se refieren al resultado acumulado del año hasta junio.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del Banco de Portugal, del IEFP y de la Seguridad Social de Portugal.*

Portugal: saldo trimestral de la balanza corriente y de capital

(Millones de euros)



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

Sector inmobiliario portugués: desaceleración *ma non troppo*

El mercado inmobiliario portugués comenzó a desacelerarse en la segunda mitad de 2022 al compás del cambio de rumbo de la política monetaria. A pesar de que el BCE ha aumentado las tasas de referencia en 425 p. b. entre julio de 2022 y julio de 2023, la desaceleración del sector inmobiliario portugués está siendo más suave de lo previsto, al menos en lo que respecta al precio de la vivienda, y ello nos ha llevado a mejorar la previsión de crecimiento para 2023. Sin embargo, de cara a los próximos trimestres, seguimos esperando una desaceleración significativa en el mercado inmobiliario portugués.

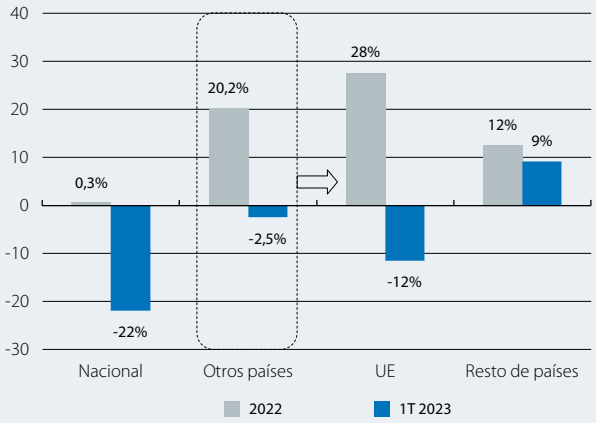
Las compraventas de vivienda han disminuido notablemente

El número de transacciones de vivienda descendió un 9% interanual en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 1T 2023, con una mayor disminución en las viviendas usadas (–10,9%) en comparación con las nuevas (+0,1%). Aunque las compraventas han caído con respecto a los registros récord de 2022 (167.900), todavía son un 3% más altas que las registradas en 2019 (154.800). Sin embargo, si observamos exclusivamente los datos del 1T 2023, las compraventas durante ese periodo (34.400) disminuyeron un 20,8% en comparación con el mismo periodo en 2022, con caídas tanto en las viviendas usadas como en las nuevas (–23,4% y –8,3%, respectivamente). De hecho, debemos retroceder a un periodo fuertemente afectado por la pandemia (2T 2020) para encontrar un valor trimestral de ventas inferior al del 1T de este año: 26.300.

En cuanto al domicilio fiscal del comprador, las compras realizadas por personas con domicilio fiscal fuera del país (principalmente extranjeros) están resistiendo considerablemente mejor que las adquisiciones de personas con domicilio fiscal en territorio nacional (principalmente portugueses). Concretamente, el número de compras realizadas por extranjeros solo disminuyó un 2,5% interanual en el 1T 2023, en comparación con la caída del 22% en las compras de viviendas por parte de portugueses. Es importante destacar que este desempeño resistente de las ventas a extranjeros ocurre incluso después del fuerte crecimiento en 2022 (20,2%) y después del aumento de las restricciones de acceso a los visados de oro (Golden Visa) a través de la compra de propiedades residenciales. Incluso entre las adquisiciones realizadas por extranjeros, las realizadas por ciudadanos fuera de la UE continuaron aumentando en el 1T 2023 (+9% interanual). A pesar de este comportamiento, las adquisiciones de viviendas por parte de personas con domicilio fiscal fuera de Portugal representan solo el 7,2% del total de transacciones (es decir, 2.492 unidades en el 1T 2023).

Portugal: compras de viviendas por domicilio fiscal del comprador

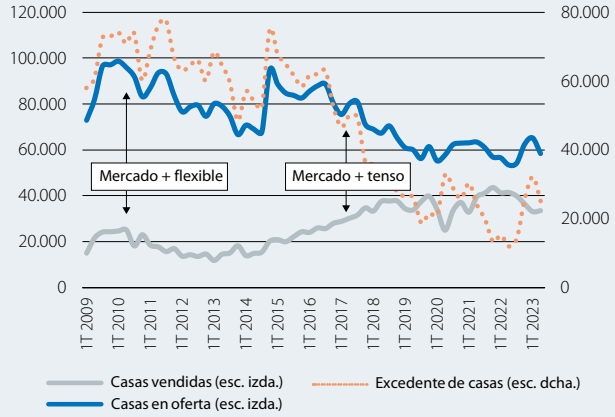
Variación interanual (%)



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

Portugal: venta* vs. *oferta de casas y excedente

(Número de casas) *(Número de casas)*



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

La oferta de vivienda

La oferta de vivienda continúa siendo limitada para satisfacer las necesidades de residencia, teniendo en cuenta la evolución demográfica. El número de nuevas licencias de construcción para viviendas residenciales en 2022 ascendió a 15.207, una cifra muy inferior a la creación neta de hogares anual promedio en 2021-2022 (34.000).[1] Este dinamismo en la formación de hogares también refleja flujos migratorios significativos; desde 2017 se ha registrado un saldo migratorio positivo, que alcanzó las 86.900 personas en 2022. En efecto, la población extranjera residente en Portugal aumentó en 2022 por séptimo año consecutivo y ascendió a 757.000 personas. Otra forma de

1. En comparación, la creación neta de hogares antes de la pandemia fue de unos 17.000 hogares por año en promedio en el periodo 2015-2019.

reflejar esta falta de oferta de vivienda es a través de la relación entre viviendas vendidas y viviendas en oferta en cada momento del tiempo (véase el segundo gráfico, que incluye tanto casas nuevas como usadas). El exceso de vivienda se refiere a la diferencia entre las viviendas en oferta y las viviendas vendidas: cuanto menor sea este exceso, menor será la disponibilidad de opciones de vivienda para quienes deseen comprar, lo que ejerce una mayor presión al alza en los precios de las propiedades. Como se puede observar, este exceso presenta una tendencia claramente decreciente e intensificada a partir de 2015. Otro factor limitante de la oferta son los elevados costes de construcción residencial. Aunque en 2023 ya se ha observado una moderación gradual en los costes de construcción, en los últimos 12 meses hasta mayo el aumento de los costes fue del 9,6%.

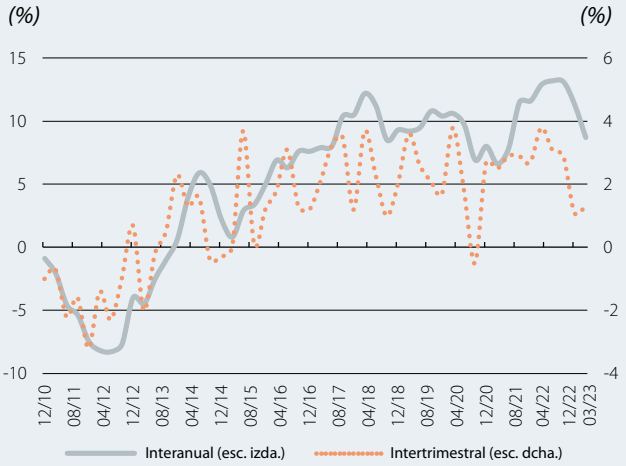
Los precios de la vivienda resisten en un entorno difícil

En 2023, hemos observado una desaceleración en el ritmo de aumento del precio de la vivienda. Según el índice del INE (véase el tercer gráfico), el ritmo de crecimiento interanual fue superior al 10% durante seis trimestres consecutivos y se redujo al 8,7% en el 1T 2023. Desde una perspectiva más regional, vemos que el área metropolitana de Lisboa y el Algarve fueron donde el valor mediano de las ventas aumentó más en el 1T 2023 en comparación con finales de 2022 (+5,5% y +7,1%, respectivamente). Esto se debe en parte a que estas regiones tienen una mayor proporción de compradores extranjeros. En el índice elaborado por Confidencial Imobiliário (que cuenta con datos mensuales), también es evidente una desaceleración en el crecimiento de los precios, más pronunciada en el 2T del año. De hecho, en este índice, los precios de venta de las viviendas aumentaron un 1,8% en dicho trimestre en comparación con el trimestre anterior y registraron la menor variación intertrimestral en dos años. Debemos retroceder hasta el 1T 2021 para encontrar una variación intertrimestral menos sólida.

Actualización de la previsión del precio de la vivienda

Es importante recordar que existe un desfase temporal entre la acción de la política monetaria y su impacto en la economía. En el caso del mercado inmobiliario, este impacto se produce a través de dos canales. Por un lado, el mayor coste de financiación desanima a una parte de los posibles compradores con menor capacidad para acceder a crédito, lo que los lleva a buscar viviendas necesariamente más baratas. Por otro lado, la actualización de los índices en los préstamos vivos a tasa variable se produce gradualmente a lo largo del tiempo, por lo que el esfuerzo percibido por los prestatarios (y una eventual decisión de

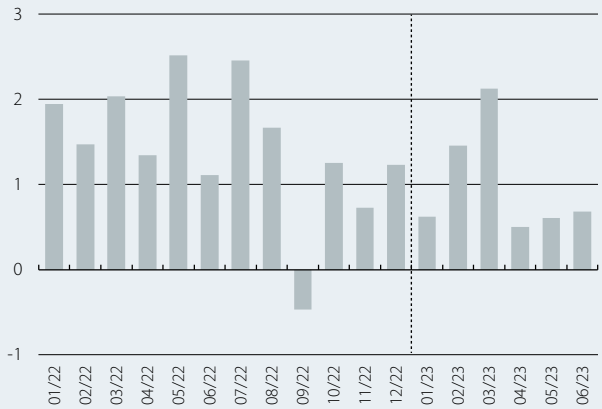
Portugal: índice de precios de la vivienda



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

Portugal: índice de precios residenciales

Variación mensual (%)



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

vender la vivienda) también es progresivo. El segundo semestre del año será importante para percibir el impacto del aumento de las tasas de interés en este mercado.

A pesar de esto, en julio hemos revisado al alza nuestra previsión del crecimiento del precio de la vivienda para 2023 al 4%.[2] En esta revisión, hemos tenido en cuenta el dato sólido de la variación ocurrida en el 1T (+1,3%). La resiliencia de la demanda, la escasez de oferta de casas nuevas y los elevados costes de construcción seguirán apoyando el precio de la vivienda, incluso en un contexto de fuerte aumento de los tipos de interés. Además, el mercado laboral con un bajo desempleo actúa como red de seguridad para los créditos hipotecarios, lo que limita los incumplimientos, las ventas forzadas y los ajustes a la baja en los precios.

2. Nuestra previsión se realiza para el índice del INE, el IPV (índice de precios de la vivienda).

Para 2024, nuestra perspectiva no es tan optimista: anticipamos una disminución de precios del 2,1%. Uno de los principales apoyos para nuestra visión se relaciona con la fuerte desaceleración de la demanda. Este año prevemos que el número de ventas sea más bajo que en 2022 en más del 20% y que este nivel se prolongue hasta 2024. Caídas en la demanda de dos dígitos y de manera prolongada en el tiempo son compatibles con ajustes en el precio, como hemos observado en otros mercados de países desarrollados.[3]

Las particularidades del mercado portugués, que hemos especificado en este artículo, nos hacen esperar un ajuste más moderado. Por lo tanto, consideramos poco probable una corrección pronunciada como la que ocurrió en el periodo 2011-2013, cuando se brindó asistencia financiera al país y el endeudamiento de las familias era mayor.

Tiago Belejo Correia

3. Véanse las partes I y II del Focus «Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria» en el IM04/2023.

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	06/23	07/23	08/23
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	–5,2	–3,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–5,3	–3,4	–4,8	–6,3	–5,0	–5,6	–7,7	–8,9	–9,6
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	–3,2	13,5	8,7	–70,4	0,7	...	...
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	9,1	7,9	7,6	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	51,5	158,9	244,8	158,9	117,2	52,6	52,6	38,5	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	0,1	15,1	16,9	9,9	11,1	13,4	11,7	8,2	6,3
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	3,3	0,0	1,7	3,0	3,8	3,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	4,1	2,9	2,2	3,0	4,4	4,9	...	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–17,2	–29,7	–31,8	–37,0	–35,1	–29,4	–26,8	–23,7	–21,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	1,1	0,5	0,5	1,6	1,3	1,0	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,6	6,0	5,8	6,5	7,2	6,1	6,3	6,3	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**4,8**	**3,2**	**2,5**	**2,3**	–	–	–

Precios

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	1,3	7,8	9,1	9,9	8,0	4,4	3,4	3,1	3,7
Subyacente	0,8	5,6	6,5	7,2	7,1	5,7	5,3	4,7	4,5

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	06/23	07/23	08/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	18,3	23,2	23,0	23,2	21,6	11,7	11,7	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,0	31,7	35,5	31,7	24,4	12,6	12,6	...	...
Saldo corriente	**–1,6**	**–2,8**	**–3,8**	**–2,8**	**–1,2**	**1,5**	**1,5**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–5,5	–4,7	–5,0	–4,7	–2,8	–0,3	–0,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,9	1,3	1,9	1,6	1,9	1,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**2,1**	**–0,5**	**–1,5**	**–0,5**	**1,5**	**4,5**	**4,5**	**...**	**...**

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	06/23	07/23	08/23
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	7,8	6,4	0,5	–2,1	–2,1	–2,3	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	11,2	7,3	–3,1	–9,0	–9,0	–9,6	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	3,3	5,2	5,4	7,5	7,5	8,0	...
Depósitos de AA. PP.	–4,1	12,4	–0,1	12,4	11,1	1,4	1,4	6,5	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**7,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**–2,0**	**–2,0**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	2,9	1,8	2,3	1,8	0,0	–1,2	–1,2	–1,4	...
Empresas no financieras	2,2	–0,4	0,1	–0,4	–2,1	–3,6	–3,6	–3,6	...
Hogares - viviendas	3,3	3,2	3,8	3,2	1,5	0,1	0,1	–0,3	...
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	3,3	2,9	0,0	0,4	0,4	0,4	...
Administraciones públicas	3,8	–2,7	–1,5	–2,7	–2,0	0,6	0,6	–3,0	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**2,2**	**1,7**	**–0,1**	**–1,2**	**–1,2**	**–1,5**	**...**
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:

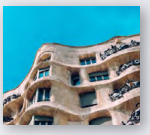
Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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.

Fichas comunidades autónomas



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

Informe 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.

Informe Inmobiliario 1S 2023

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

Informe de Turismo 2S 2022

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

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

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

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

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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