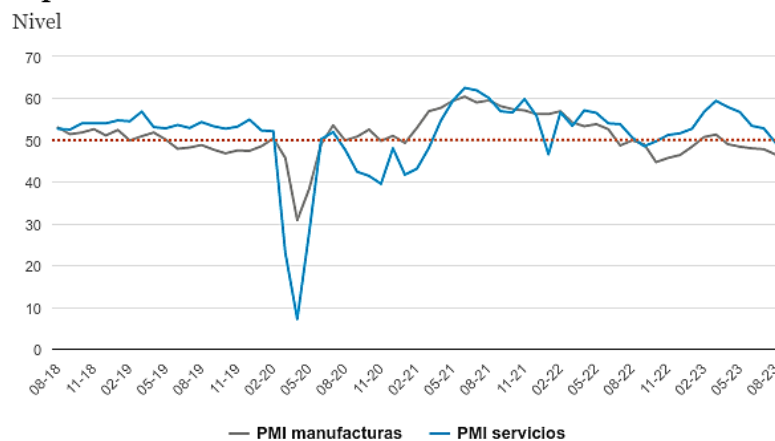


Economía española

Los indicadores de actividad en España sugieren que el crecimiento se ralentiza. Así, en agosto, el índice PMI para el sector manufacturero sufrió un importante deterioro, debido al retroceso de los pedidos, y cayó 1,3 puntos hasta situarse en 46,5 puntos, muy por debajo del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). El dato de agosto apunta a que el ritmo de caída de la actividad industrial se ha intensificado respecto a los meses anteriores. El índice PMI para el sector servicios también retrocedió de manera significativa, 3,5 puntos, hasta situarse en los 49,3 puntos, también valores compatibles con caídas en la actividad del sector. Por su parte, en julio, la producción industrial marcó un ligero avance del 0,2% intermensual, de tal modo que la tasa interanual pasó del -3,2% al -1,8%. Por sectores, bienes intermedios, bienes de equipo y bienes de consumo no duradero lograron crecer (0,9%, 0,9% y 0,2% intermensual, respectivamente), mientras que bienes de consumo duradero y energía retrocedieron (-1,1% y -1,3% intermensual, respectivamente).

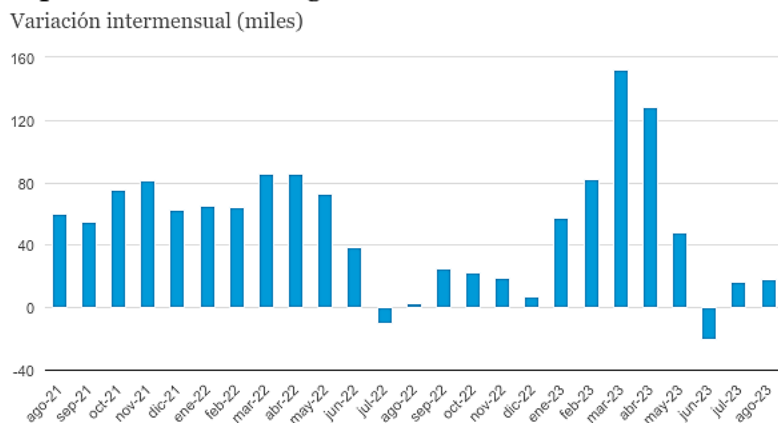
España: indicadores de actividad



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

El mercado laboral acusa el final del verano. La afiliación a la Seguridad Social cayó en agosto en 185.385 personas, un descenso más acusado del habitual en dicho mes (-162.052 de media en el periodo 2014-2019). Los datos corregidos de componente estacional también confirman la pérdida de empuje en la creación de empleo: los afiliados suben en 17.746 personas y el empleo efectivo (afiliados desestacionalizados que no están en ERTE) apenas crece en lo que va de trimestre un 0,1% intertrimestral, frente al 1,4% del 2T 2023. En cuanto al paro registrado, aumentó en 24.826 personas, por debajo del promedio de 2014-2019 (+32.000), y se sitúa en 2,703 millones de parados (véase la [Nota Breve](#)).

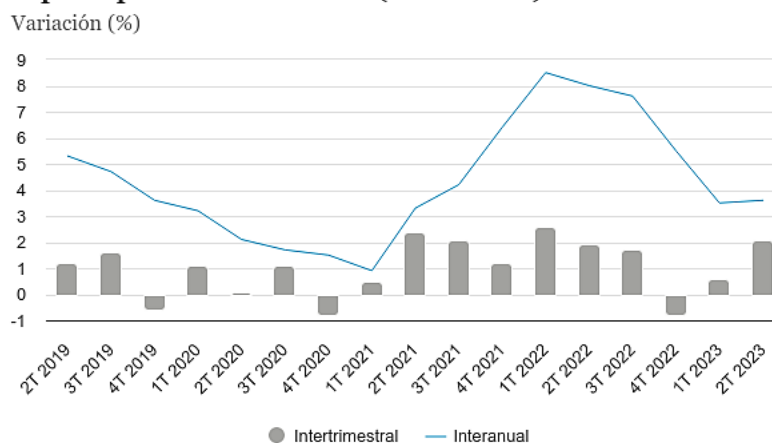
España: afiliados a la Seguridad Social*



Nota: *Serie desestacionalizada.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITES.

La desaceleración del precio de la vivienda se frena. Según datos de transacciones, el precio de la vivienda creció en el 2T 2023 un destacable 2,1% intertrimestral (0,6% en el 1T), lo que sitúa el avance interanual en el 3,6%, tras el 3,5% del 1T 2023. Por segmentos de vivienda, el de obra nueva mantuvo ritmos de crecimiento superiores al de segunda mano (7,7% y 2,9% interanual, respectivamente). De cara a los próximos trimestres, prevemos que el precio de la vivienda retome la trayectoria de desaceleración, en un contexto de subidas en los tipos de interés y de enfriamiento en la demanda.

España: precio de la vivienda (transacción)

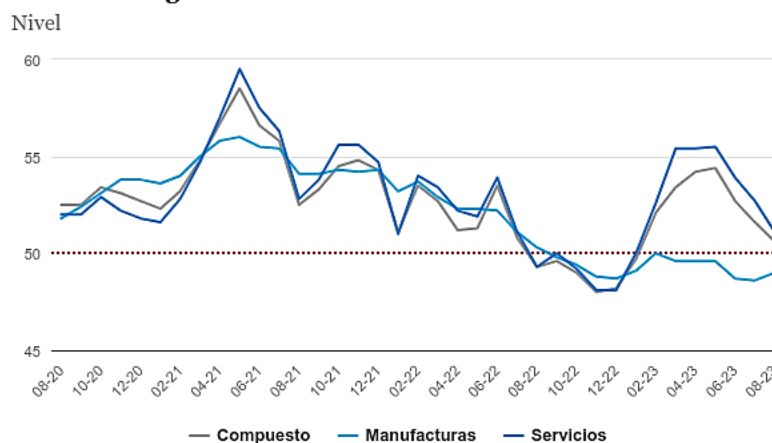


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Economía internacional

La actividad económica mundial crece al menor ritmo en siete meses. El indicador compuesto PMI de actividad global se situó en agosto en los 50,6 puntos, 1 punto por debajo del mes anterior, y marcó mínimos desde febrero. La actividad manufacturera acumuló descensos por tercer mes consecutivo y se reafirma en valores compatibles con caídas en su actividad, a la vez que el ritmo de crecimiento del sector servicios se moderó pero todavía apunta a crecimientos positivos. Por regiones, el peor comportamiento de la actividad se registró en la eurozona, donde las cuatro principales economías (Alemania, Francia, Italia y España) reportaron descensos. En la otra cara de la moneda, se situaron los países BRIC (Brasil, Rusia, India y China) con notables aumentos en la producción. Las perspectivas de mejora a corto plazo se presentan contenidas ante la persistencia de la debilidad de la demanda en un entorno de endurecimiento de las condiciones financieras.

Indicadores globales PMI



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

La eurozona sigue dando señales de debilidad. Tras la revisión final del PIB, el crecimiento en el 2T fue del 0,1% intertrimestral, frente al 0,3% inicialmente anunciado, rebaja que no se compensa con la modesta revisión al alza del 1T (hasta el 0,1%, desde el 0,0% inicial). La mayor parte del resultado descansa en los cambios que vuelve a sufrir el PIB de Irlanda que, finalmente, creció en el 2T un 0,6%, frente al 3,3% inicialmente estimado. Más allá de la debilidad que presenta el crecimiento de la eurozona en el 2T, preocupa su composición: el consumo privado permaneció estancado (0,0% en el 1T y el 2T); la formación bruta de capital no repunta (0,3% en el 1T y el 2T); las exportaciones cayeron un 0,7%, lo que provocó que la demanda externa restara 0,4 p. p. al crecimiento, y solo los inventarios tuvieron una aportación significativa al avance de la economía (0,4 p. p.). Además, los indicadores que se conocen apuntan a un comienzo de 3T bastante débil, especialmente en Alemania, donde, en julio, los pedidos industriales retrocedieron un 11,7%, la producción manufacturera descendió un 1,8% y las ventas minoristas cayeron un 0,8%. En suma, se acumulan las evidencias de debilidad en Alemania, lo que deteriora notablemente las expectativas para la eurozona en su conjunto, en línea con la revisión a la baja del PMI de agosto, que se confirma en valores compatibles con caídas de actividad tanto en manufacturas como en servicios.

El sentimiento económico de EE. UU. repunta en agosto, pese a la desaceleración del mercado laboral. En agosto, la tasa de paro repuntó 3 décimas hasta el 3,8% y la creación de empleo ascendió a 187.000 trabajadores, registro más sostenible y claramente alejado de los 334.000 de media al mes registrados desde inicios de 2022. Así, pese a esta normalización en el ritmo de crecimiento de empleo, el *Beige Book* publicado por la Fed sigue apuntando a que en la mayoría de los distritos la oferta de empleo sigue siendo escasa con relación a la demanda. Este mismo documento explica también que el crecimiento económico ha sido modesto en verano, aunque los datos del ISM de agosto apuntan a un ritmo de crecimiento algo más dinámico. En concreto, el ISM de servicios repuntó de los 52,7 puntos hasta los 54,5, con un aumento generalizado por componentes (empleo, nuevos pedidos y precios de los insumos). En una línea similar, el ISM de manufacturas repuntó, aunque de forma más modesta, hasta los 47,6 puntos (46,4 en julio), manteniéndose todavía en la zona contractiva (por debajo de los 50 puntos).

El sector exterior de China se resiente en un entorno económico retador. Las exportaciones de China han caído un 8,8% en agosto, en términos interanuales, una caída menor de la observada el mes anterior (-14,5% en julio) y también menor de lo esperado por el consenso de los analistas. En parte, la caída se debe al efecto de unos menores precios de exportación, en un entorno de elevada capacidad del lado de la oferta y de una demanda global debilitada. Por otro lado, las importaciones han caído un 7,3% (vs. -14,5% en julio), empujadas, en parte, por la incipiente recuperación de la actividad de construcción –en particular de infraestructuras–, lo que seguirá presionando al alza la demanda del gigante asiático por materias primas en los próximos meses.

China: comercio exterior de bienes*

Variación interanual (%)



Nota: *Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la aduana china.

Mercados financieros

El apetito por el riesgo se mantiene débil ante las señales de incertidumbre global. Las evidencias de debilidad en la eurozona, unidas a unos débiles datos de actividad en China y a la subida de los precios de la energía, activaron el modo *risk-off* en los mercados. Así, la rentabilidad de la deuda soberana, sobre todo en los plazos más largos, repuntó de forma generalizada a ambos lados del Atlántico, cotizando la posibilidad de subidas extras de los tipos de interés en las próximas semanas en las principales economías (14 de septiembre el BCE y 20 de septiembre la Fed), a pesar de que esto implique un mayor deterioro de la actividad, especialmente en la eurozona. Es cierto que las subidas de septiembre todavía no están descontadas, aspecto que alimenta la volatilidad en los mercados de deuda soberana y lastra la revalorización de las bolsas. Este entorno de elevada incertidumbre y el hecho de que el aumento de los tipos de los *treasuries* fuese mayor que en la eurozona favorecieron la apreciación del dólar frente al euro, hasta máximos desde mayo, y se aproximó a 1,07 dólares por euro. En cuanto a las materias primas, el precio del crudo repuntó en la semana hasta sus máximos del año, con el barril de Brent de referencia en Europa llegando a sobrepasar los 90 dólares, tras anunciar Arabia Saudí y Rusia que extenderán los recortes de su producción hasta diciembre. Por último, el mercado de gas natural europeo continúa sujeto a una gran volatilidad y se debate entre la confianza por el elevado nivel de reservas en la UE y los riesgos que suponen el entorno geopolítico actual y la huelga de un gran productor australiano de GNL.

La apuesta de los mercados: el BCE no moverá tipos en septiembre pero volverá a subirlos antes de fin de año. La evolución de las cotizaciones financieras de las últimas semanas sugiere que, por primera vez en 12 meses, y tras acumular incrementos de 425 p. b., el próximo 14 de septiembre el BCE podría tomarse una pausa y dejar los tipos sin cambios. Los mercados financieros solo asignan una probabilidad del 30% a que el BCE suba tipos en esta reunión de septiembre, pero esto no significa que haya terminado su lucha contra la inflación como así han declarado diversos miembros a lo largo de la semana. De hecho, los mercados asignan una probabilidad del 70% a que el BCE vuelva a incrementar los tipos en 25 p. b. en octubre o diciembre (lo que llevaría los tipos *depo* y *refi* al 4,00% y 4,50%, respectivamente, en línea con nuestras previsiones). Y es que, aunque la inflación va desacelerándose paulatinamente, el BCE recuerda que probablemente se mantendrá demasiado alta durante demasiado tiempo: en sus últimas previsiones (junio de 2023), el BCE proyectaba una inflación del 3% en 2024 y que no se alcanzará el objetivo del 2% hasta finales de 2025. El próximo 14 de septiembre el BCE actualizará estas previsiones, que incorporarán el deterioro de los indicadores de actividad que se ha producido en la eurozona a lo largo del verano. La posibilidad de que esto suavice el sesgo *hawkish* del BCE será uno de los focos de atención de la reunión, especialmente para ver si se va confirmando el cambio de estrategia que apuntamos desde hace unos meses: en vez de endurecer las condiciones monetarias con más subidas de tipos, el BCE favorecerá el mantenimiento de unas condiciones restrictivas dejando los tipos en niveles cercanos a los actuales por un buen periodo de tiempo (véase la [Nota Breve](#)).

		7-9-23	1-9-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,80	3,77	3	167	296
	EE. UU. (SOFR)	5,66	5,66	+0	89	242
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	4,08	4,06	+2	79	218
	EE. UU. (SOFR)	5,43	5,37	+6	56	172
Tipos 10 años	Alemania	2,61	2,55	6	18	90
	EE. UU.	4,24	4,18	6	37	92
	España	3,65	3,58	7	13	81
	Portugal	3,36	3,28	8	-8	63
Prima de riesgo (10 años)	España	104	103	1	-5	-9
	Portugal	74	73	1	-26	-27
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		4.451	4.516	-1,4%	15,9%	11,1%
Euro Stoxx 50		4.221	4.283	-1,4%	11,3%	20,2%
IBEX 35		9.310	9.450	-1,5%	11,9%	17,6%
PSI 20		6.065	6.182	-1,9%	5,9%	1,7%
MSCI emergentes		974	986	-1,2%	1,8%	1,7%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,070	1,078	-0,8%	-0,1%	7,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,858	0,856	0,2%	-3,1%	-1,3%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,329	7,266	0,9%	6,2%	5,3%
USD/MXN	pesos por dólar	17,600	17,089	3,0%	-9,7%	-11,8%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		106,0	106,7	-0,7%	-6,0%	-8,7%
Brent a un mes	\$/barril	89,9	88,6	1,5%	4,7%	0,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	32,8	35,6	-8,0%	-57,1%	-85,1%

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