IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 482 | OCTUBRE 2023

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
Nuevo escenario: perspectivas para las economías y los mercados internacionales

Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes

ECONOMÍA INTERNACIONAL
EE. UU.: la recesión que nunca llega

Cambio de marcha en la economía china: canales de contagio e implicaciones globales

¿Quo vadis, *globalización? (partes I y II)*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Nuevo escenario macroeconómico: el crecimiento económico en España se modera

Productividad en España: mucho trecho por mejorar

El sector agroalimentario español se abre paso en una coyuntura adversa

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 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:
4 de octubre de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Nuevo escenario: perspectivas para las economías y los mercados internacionales*

11 *Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes*
Rita Sánchez Soliva y Beatriz Villafranca

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *EE. UU.: la recesión que nunca llega*
Ricard Murillo Gili

18 *Cambio de marcha en la economía china: canales de contagio e implicaciones globales*
Luís Pinheiro de Matos

20 ¿Quo vadis, *globalización? (partes I): la larga ralentización*
David del Val Gómez

22 ¿Quo vadis, *globalización? (parte II): la fragmentación de la economía mundial*
David del Val Gómez

26 ECONOMÍA ESPAÑOLA

28 *Nuevo escenario macroeconómico: el crecimiento económico en España se modera*
Oriol Carreras

30 *Productividad en España: mucho trecho por mejorar*
Javier Garcia-Arenas

32 *El sector agroalimentario español se abre paso en una coyuntura adversa*
Judit Montoriol y Sergio Díaz

34 ECONOMÍA PORTUGUESA

La resistencia de la economía española ante un entorno adverso

La economía española, así como el conjunto de economías desarrolladas, sigue moviéndose en un entorno extremadamente complejo. La actividad económica se ve condicionada por múltiples *shocks*, de elevada magnitud y muy poco habituales, por lo que su evolución es difícil de prever. Algunos se encuentran en fase ascendente, mientras que otros parece que ya van a menos. Además, afectan de manera muy distinta a unos sectores y a otros.

Por un lado, los efectos de la pandemia, como las disrupciones en el comercio global o las limitaciones a la movilidad internacional, prácticamente se han desvanecido. En cambio, las presiones inflacionistas subyacentes empiezan a dibujar una gradual trayectoria descendente, mientras que el impacto del aumento de los tipos de interés ya se nota, pero probablemente aún debe alcanzar el punto álgido. Por otro lado, la ejecución de los fondos europeos NGEU ayuda a amortiguar parcialmente estos *shocks*, aunque el ritmo de ejecución está siendo inferior al inicialmente previsto y su impacto a corto y medio plazo es difícil de valorar.

El entorno, no hay duda, es complejo y globalmente adverso. Sin embargo, la economía española lo sorteó mejor de lo que se esperaba durante la primera mitad del año. Mantuvo un crecimiento para nada desdeñable y, sobre todo, sorprendió al acelerar el ritmo de creación de empleo. La última revisión de las series históricas del INE ha reafirmado esta valoración positiva, con cifras que son algo mejores de lo estimado inicialmente. Ello nos lleva a revisar ligeramente al alza el crecimiento previsto para el conjunto del año, hasta el 2,4%.

Sin embargo, los indicadores disponibles para el segundo semestre están cambiando de tono. El impacto del entorno adverso finalmente se empieza a notar. Las señales en este sentido son múltiples. Desde el menor ritmo de creación de empleo al deterioro de la confianza empresarial o el menor empuje del consumo de los hogares. Pero es igualmente importante señalar que el ritmo de avance, a pesar de que se ha debilitado, sigue siendo positivo hasta la fecha.

Todo apunta a que esta debilidad perdurará durante el tramo final del año y los primeros compases de 2024, pero sin provocar una situación recesiva. El primer paso para que la economía española empiece a recuperar cierto brío vendrá condicionado por el curso de la inflación y se podrá dar cuando haya señales convincentes de que las presiones subyacentes se desvanecen, tanto en España como en el conjunto de la eurozona. El siguiente paso lo tendrá que dar el BCE, cuando recoja el guante y empiece a permitir una distensión de las condiciones financieras. Todo ello esperamos que suceda en la segunda mitad del próximo año. Algo más tarde de lo inicialmente previsto, por lo que hemos revisado ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento del PIB español para 2024, hasta el 1,4%, una cifra muy condicionada por el efecto arrastre derivado de la debilidad del tramo final de este año.

Dado que el entorno es muy complejo, la incertidumbre alrededor de esta previsión es elevada. Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos de que sea más alta de lo previsto han aumentado debido a la sequía, que presiona al alza el precio de varios alimentos, y también por el repunte del precio del petróleo. Si persisten estas tensiones, la mejora de la actividad económica tardará más en llegar. Sin embargo, en sentido opuesto, cabe remarcar que los últimos datos publicados por el INE referentes a la renta de los hogares y a sus ahorros han sido mejor de lo esperado. El fuerte repunte de la tasa de ahorro que se produjo en el 2T 2023 es especialmente destacable por su magnitud –se eleva hasta el 10,2% de la renta bruta disponible de los hogares (1,7 p. p. por encima del dato del 1T)– y porque se produce en un momento de elevado crecimiento de la renta de los hogares, del 12,2% interanual. Ello sitúa al conjunto de los hogares en una posición financiera menos tensionada de lo que se esperaba, por lo que el consumo podría tener un comportamiento algo más dinámico de lo que actualmente contempla nuestro escenario.

El camino que tome la política fiscal también será clave. Ahora que las condiciones financieras son más exigentes, la sensibilidad de los inversores a la posición fiscal de cada país podría aumentar. La entrada en vigor de las nuevas reglas fiscales europeas el próximo año también podría hacer que la salud de las finanzas públicas vuelva a centrar las miradas. De momento, la prima de riesgo española se mantiene estable alrededor de los 110 p. b. En cambio, durante los últimos meses, la prima de riesgo italiana ha aumentado cerca de 50 p. b., mientras que la portuguesa ha iniciado el camino opuesto y ha disminuido 25 p. b. desde principios de año. Estos cambios no solo penalizan o benefician a los tesoros de cada país. Los tipos de interés de la deuda pública también influyen de manera muy importante en las condiciones a las que se pueden financiar sus empresas. En el contexto actual, tomar un camino u otro es especialmente relevante.

Oriol Aspachs
Octubre 2023

Cronología

SEPTIEMBRE 2023

14 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%.

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.

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.

Agenda

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.

NOVIEMBRE 2023

3 España: producción industrial (septiembre).
España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
8 Portugal: empleo (3T).
9 Portugal: comercio internacional (septiembre).
14 Portugal: coste laboral (3T).
15 Japón: PIB (3T).
17 España: *rating* Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
24 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
28 Portugal: créditos y depósitos (octubre).
29 España: avance del IPC (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
30 España: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
Portugal: desglose del PIB (3T).
Eurozona: avance del IPC (noviembre).

Tipos de interés más altos durante más tiempo

Las últimas semanas del tercer trimestre del año confirmaron la desaceleración asimétrica de la economía mundial, con intensas señales de enfriamiento en Europa, un ajuste menos marcado de la actividad en EE. UU., gracias a la solidez del consumo americano, y muchas dudas sobre el desempeño de la economía china, pese a la reciente mejora en sus indicadores de actividad. Con un otoño por delante en el que se intensificarán los efectos sobre el crecimiento del endurecimiento monetario y se tendrá que digerir el mini *shock* de oferta que ha supuesto la subida de los precios del petróleo en los últimos meses, las expectativas de los agentes siguen empeorando, anticipando un debilitamiento de la demanda a corto plazo.

En este contexto, con síntomas claros de enfriamiento económico y con los incrementos de tipos de los bancos centrales próximos a finalizar, se ha producido una fuerte subida de rentabilidades a lo largo de la curva, con movimientos tan significativos como el aumento de casi 100 p. b. en la rentabilidad del bono americano a 30 años hasta máximos de 2007 (4,95% frente al 1,2% del verano de 2020), el nuevo repunte de la prima de riesgo italiana hacia la zona de los 200 p. b. (cotiza 50 p. b. por encima de la griega), la subida de las rentabilidades reales (2,3% en el caso del bono a 10 años indexado a la inflación en EE. UU.) o el aumento de los *spreads* en renta fija corporativa, especialmente en los segmentos de *high yield*, donde el coste de financiación se sitúa en niveles próximos al 9%.

Por tanto, entramos en una etapa de mayor sensibilidad y discriminación de los mercados, una vez que los bancos centrales están consiguiendo hacer calar el mensaje de que los tipos de interés se van a mantener en niveles elevados durante bastante tiempo, lo que obligará a extremar la cautela en el lado fiscal. El caso italiano es un nuevo aviso para navegantes, pues la subida de rentabilidades hasta la zona del 5% coincide con el nuevo proyecto de presupuestos, que empeora de forma clara las estimaciones de déficit fiscal para 2023 (5,3%), 2024 (4,3%) y 2025 (3%).

Mientras, en EE. UU., buena parte del repunte de los tipos de interés viene explicado por un aumento tanto de las rentabilidades reales como de la prima de riesgo, pues no se detectan cambios en las expectativas de inflación. Ello refleja el desafiante contexto político y unas necesidades de financiación muy elevadas a corto plazo (7,6 billones de dólares en 2024). Y, sin embargo, en este río revuelto que caracteriza al entorno económico y financiero global, el dólar ha sido el activo financiero más favorecido por el último ajuste en la narrativa monetaria, con un importante movimiento de apreciación que le ha llevado a cotizar por debajo del 1,05 frente al euro (+6% desde julio) y tocar los 150 yenes en su cruce con la divisa nipona (máximos desde 1990). Todo ello refleja que, pese a los problemas en el lado fiscal y político, los inversores valoran la fortaleza relativa de la economía americana, el atractivo de unas rentabilidades en máximos de década y media y el tradicional papel refugio del billete verde.

Este debilitamiento del euro frente a la divisa en la que se paga la factura energética, justo cuando se vuelve a tensionar el precio del crudo, no es una buena noticia para un BCE al que se le va a acumular el trabajo en los próximos meses, pues tendrá que mantener ancladas unas expectativas de los inversores cada vez más dependientes de los datos, responder a cualquier foco de inestabilidad financiera y gestionar los efectos sobre la actividad del proceso de endurecimiento monetario más intenso de las últimas décadas. La clave a corto plazo será la evolución de los efectos de segunda ronda causados por retroalimentación entre márgenes empresariales y salarios y, por tanto, la inercia negativa que puede producirse en momentos como los actuales si los agentes deciden maximizar sus rentas a corto plazo. De momento, más allá del ruido en los datos provocado por la evolución del precio del petróleo, el buen dato en la eurozona de las medidas tendenciales de inflación en los últimos meses es una señal positiva, pues anticiparía que la zona del 3% se puede alcanzar en el próximo semestre con una probabilidad elevada.

En definitiva, el movimiento en los mercados financieros de las últimas semanas sirve para consolidar la sensación de que el régimen de tipos de interés va a recuperar cierta normalidad a medio plazo, después de la anomalía que supuso el comportamiento de la política monetaria en buena parte de la pasada década. Ello supondrá unos tipos de interés naturales reales o de equilibrio más elevados de los que hemos tenido en los últimos años.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,79	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,65	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,48	5,50	3,15
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,66	4,30	4,20	2,80
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	0,92	1,46	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	3,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,87	3,19
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	3,15	2,50
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	–0,57	–0,31	2,13	2,70	2,60
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,05	2,82
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,13	2,99
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,80	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	3,22	3,04
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,24	3,14
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,60	3,45
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	90	85
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,07	1,12
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	85,0	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	79,4	70,5

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	3,5	3,0	2,9
Países desarrollados	*2,7*	*1,4*	*–4,2*	*5,4*	*2,7*	*1,5*	*1,1*
Estados Unidos	2,7	1,8	–2,2	5,8	1,9	2,0	0,8
Eurozona	2,2	0,8	–6,3	5,6	3,4	0,5	0,7
Alemania	1,6	1,2	–4,2	3,1	1,9	–0,4	0,3
Francia	2,2	1,0	–7,7	6,4	2,5	0,8	0,7
Italia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	0,7	0,6
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
España	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	2,4	1,4
Japón	1,4	0,4	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,7	1,2	–10,4	8,7	2,5	0,6	0,5
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*4,9*	*–1,8*	*6,8*	*4,0*	*4,0*	*4,2*
China	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6
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	2,2	1,8
México	2,3	1,5	–8,7	5,8	3,9	2,7	1,9
Rusia	–	1,4	–2,7	5,6	–2,1	1,0	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	6,7	5,0
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,3*	*4,7*	*2,8*
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,4
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	3,1
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,3
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,3	2,9
Italia	2,4	1,4	–0,2	1,9	8,7	6,6	2,9
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
España	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
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	9,1	7,5	3,6
Países emergentes	*6,7*	*5,6*	*5,2*	*5,9*	*9,8*	*7,9*	*7,0*
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,7	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	5,6	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	3,5	0,0	–12,4	7,2	4,8	1,6	1,4
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,6	3,4	–0,2	2,4	1,3
Formación bruta de capital fijo	5,5	–1,4	–9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Bienes de equipo	4,8	0,1	–12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construcción	5,5	–2,9	–9,2	0,4	2,6	4,3	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	–0,2	–9,0	6,6	2,9	1,7	1,6
Exportación de bienes y servicios	4,6	2,9	–20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importación de bienes y servicios	6,8	0,2	–15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
Producto interior bruto	**3,6**	**0,6**	**–11,2**	**6,4**	**5,8**	**2,4**	**1,4**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	2,2	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,1	11,8
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,9	3,1
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]	0,3	–6,6	–10,1	–6,8	–4,7	–4,2	–3,6

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

Previsiones

Otoño devuelve a los inversores al futuro de tipos elevados

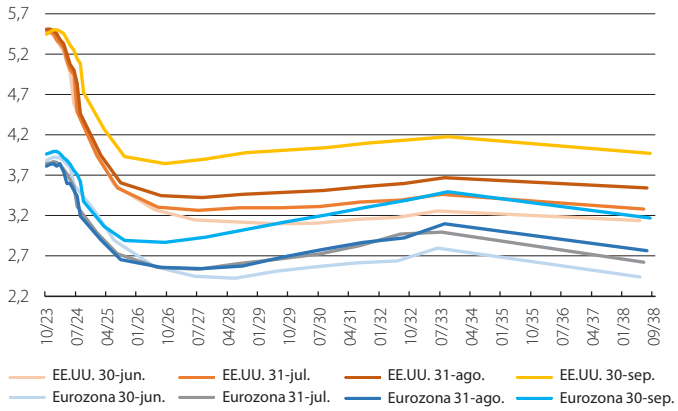
La Fed aterriza la economía tan suavemente que aún no puede retirar los aerofrenos. La reunión del FOMC de septiembre confirmó la revisión al alza de las expectativas de tipos de interés para los próximos meses (y años) de varios de sus miembros, lo que aceleró el ajuste en precio de los activos financieros que, desde principio de verano, intentan encontrar su equilibrio en un entorno de tipos más elevados durante más tiempo. Este sesgo tensionador de la Fed y la buena marcha de la economía estadounidense contrastó, además, con la situación en el resto del mundo, ya que prácticamente toda Europa, China o Japón exhibieron en septiembre un menor dinamismo económico. Así, aunque los tipos soberanos repuntaron de forma generalizada en el mes, el movimiento fue especialmente intenso en las referencias a medio y largo plazo estadounidenses, con el consecuente apuntamiento de la pendiente de la curva. Por otro lado, mientras que el dólar no ha dejado de capitalizar esta tendencia, prolongando la apreciación que acumula desde mediados de julio, los activos de riesgo se han visto lastrados y las bolsas cerraron otro mes con pérdidas, mientras que el petróleo dio continuidad al *rally* que le ha llevado hasta máximos del año.

Los bancos centrales recuperan protagonismo en el nuevo curso académico. En el caso de la Fed, pese a tomarse una pausa en el ciclo de subidas y mantener los tipos en el intervalo 5,25%-5,50%, el nuevo *dot plot* y un cierto reconocimiento por parte del presidente Powell de que el tipo natural de la economía habría aumentado afianzaron entre los inversores la perspectiva de tipos de interés altos por un buen periodo de tiempo (el *higher for longer*). En el caso del BCE, sí acometió una subida de tipos de 25 p. b. para dejar el tipo *depo* en el 4,00% (y el *refi* en el 4,50%), si bien considerando explícitamente el nivel de tipos actual como suficientemente restrictivo, de modo que bastaría con mantenerlo para seguir doblegando la inflación. En el resto del mundo, el Banco de Japón se mostró poco inclinado a endurecer significativamente su política monetaria en los próximos meses, cauteloso ante un repunte de la inflación que no considera suficientemente sostenido, lo que lastró aún más al ya depreciado yen. También el Banco de Inglaterra sorprendió con una pausa en su ciclo de subidas tras un dato de inflación en agosto inferior a lo esperado y pese a que esta aún se mantiene en niveles muy elevados.

Tipos más elevados durante más tiempo. La narrativa del *higher for longer* llevó la rentabilidad de los bonos soberanos estadounidenses en el mes hasta máximos anteriores a la crisis financiera de 2008. El repunte que acumulan los tipos estadounidenses a más largo plazo en el 3T ha llevado a las referencias a 10 años más de 70 p. b. por encima de su nivel de junio, y a las referencias a 30 años, más de 80 p. b. Este apuntamiento de la curva viene igualmente motivado por la resiliencia del ciclo económico, que impide ver cesiones en los tramos a más corto

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

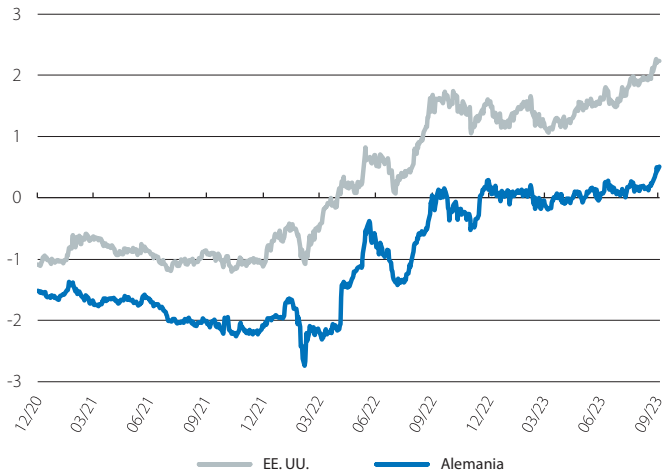
(%)



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.*

Evolución de los tipos reales a 10 años

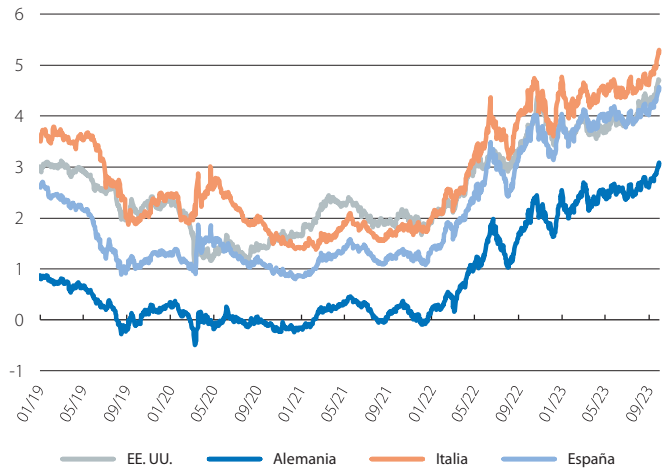
Rentabilidad del bono soberano indexado a la inflación (%)



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

Evolución de los tipos soberanos a 30 años

(%)



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

plazo de la curva, con las referencias a 2 años por encima del 5%, en el entorno de máximos desde 2006. En la eurozona, por su parte, el repunte de tipos ha sido más homogéneo entre tramos, con un menor apuntamiento de pendientes (en especial en la curva alemana), reflejo de la debilidad del ciclo económico. Por otro lado, la prima de riesgo italiana repuntó más de 25 p. b. en el mes tras aumentar el Gobierno su previsión de déficit fiscal para 2024. Los tipos soberanos británicos fueron la gran excepción del mes, ya que registraron fuertes caídas en sus referencias a corto plazo.

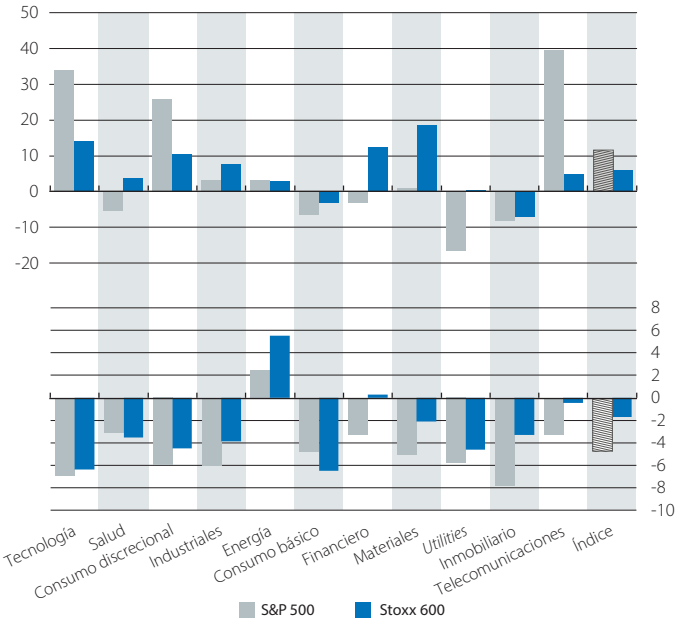
Mal mes en las bolsas internacionales. Los principales índices bursátiles internacionales encadenaron otro mes de pérdidas generalizadas en septiembre, con el índice MSCI All Country World de acciones globales registrando un retroceso superior al 4%. Aunque la caída fue muy generalizada por sectores, los más afectados fueron aquellos más sensibles a las subidas de tipos de interés, como el tecnológico. Así, el índice Nasdaq bajó más de un 5%, una caída que también se dejó sentir con fuerza en el S&P500. La principal excepción a esta tendencia fue el sector energético, animado tanto en Europa como en EE. UU. por la fuerte subida del precio del petróleo en los últimos meses. En España, el IBEX exhibió un mejor desempeño relativo, aunque se dejó un –0,8% en el mes. Por otro lado, en Europa destacó negativamente el DAX, con un –3,5% lastrado por el sector industrial alemán.

El dólar americano continúa capitalizando el *higher for longer*. El dólar no pierde fuelle y encadenó en septiembre un nuevo mes de importante apreciación, en particular contra el euro, el yen y el franco suizo. La divisa estadounidense se está viendo muy beneficiada, por un lado, del diferencial de tipos que se prevé con estas economías, con ciclos económicos menos dinámicos que el estadounidense y, por otro lado, del menor apetito por el riesgo inversor. En cuanto al euro, su debilidad frente al dólar no fue tan acusada para con otros pares en el mes, y su tipo de cambio efectivo nominal registró una depreciación del 0,5%, que contrasta con el –2,5% que alcanzó frente al dólar.

Los recortes en el suministro dirigen los mercados de gas y petróleo. Los precios del petróleo prolongaron su ascenso en septiembre, cuando aumentaron casi el 10%, para cerrar el trimestre con unos precios un 27% superiores respecto a junio y en niveles máximos del año, en torno a los 95 dólares por barril. Los recortes de producción de Arabia Saudí y Rusia han conseguido su objetivo ante la buena marcha de la demanda de crudo china y la rápida reducción de inventarios de petróleo mundiales. Esto, unido a que no han encontrado por ahora contrapeso en los productores de esquisto estadounidenses, incapaces de aumentar la producción tras varios años de poca inversión, deja una tendencia netamente alcista en el mercado en los últimos meses. En cuanto al gas natural, los riesgos al suministro en diferentes puntos (Australia, Noruega, etc.) continúan induciendo una fuerte volatilidad en la referencia europea, el TTF holandés, que, pese a encontrar una importante estabilización en la buena marcha de los inventarios para la época del año, repuntó en el mes casi un 20%.

Desempeño de los sectores bursátiles en el año (arriba) y el mes (abajo)

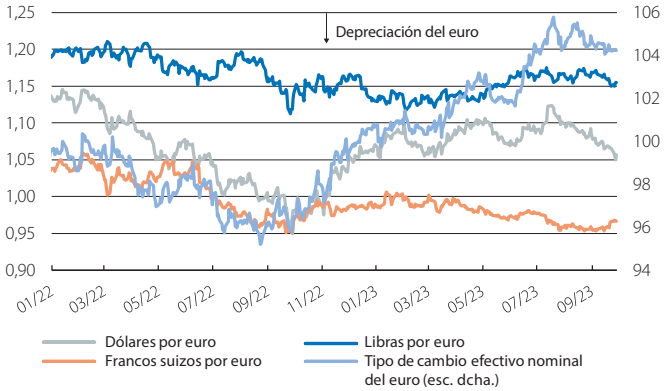
Rentabilidad acumulada en lo que va de año (%) *(sep., %)*



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

Evolución del euro frente a sus principales pares

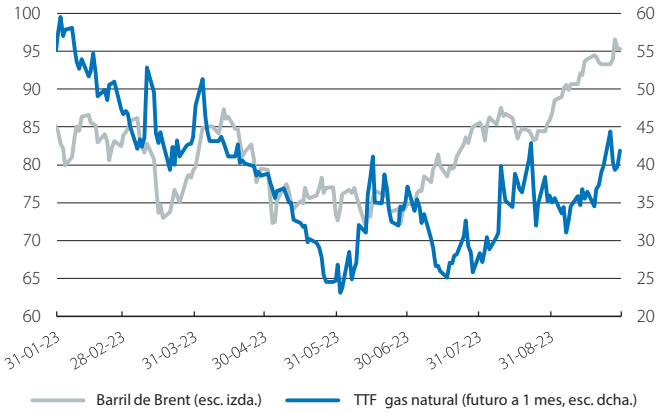
(Euros) *Índice*



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

Evolución del precio de la energía: gas y petróleo

(Dólares/barril) *(Euros/MWh)*



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

Nuevo escenario: perspectivas para las economías y los mercados internacionales

Tras un desempeño mejor de lo esperado en el 1S 2023, la actividad mundial ha sufrido un enfriamiento a lo largo del 3T, fruto de dinámicas dispares entre las grandes economías. A continuación, repasamos las perspectivas del entorno económico internacional.

Punto de partida: enfriamiento dispar

La actividad global se ha resentido de la pérdida de fuelle en China, donde la reactivación inicial del 1T 2023 fue dando paso a unos indicadores sostenidamente por debajo de lo esperado y que se han sumado a las persistentes dificultades del sector inmobiliario. Entre las economías avanzadas, la debilidad exhibida por la industria desde finales de 2022 ha empezado a empapar al sector servicios, si bien con intensidades distintas entre economías. En concreto, en EE. UU. los indicadores han dibujado una desaceleración suave de la actividad, con crecimientos alrededor del 0,5% intertrimestral y una notable resistencia del consumo, mientras que la debilidad se ha concentrado en la inversión residencial y aportaciones modestas del sector exterior. En cambio, el PIB de la eurozona ha mostrado atonía, con avances alrededor del 0,1% intertrimestral que acusan la flaqueza tanto del consumo como de la inversión y de la demanda exterior. Todas estas dinámicas quedan bien reflejadas en la comparativa entre datos y expectativas que recoge el segundo gráfico.

Supuestos clave: desinflación, desinflación y desinflación

Para entender las perspectivas de enfriamiento en economías como EE. UU. y, especialmente, la eurozona, hay que reiterar que ambas vienen de sufrir distorsiones inusualmente fuertes sobre la demanda y su capacidad productiva, primero con la pandemia de COVID-19[1] y después con la guerra de Ucrania. Distorsiones que toman tiempo en ser digeridas y que han coexistido con vientos de cola transitorios, como el apoyo de la política fiscal, el desvanecimiento de los cuellos de botella, cierto impulso cíclico de los servicios (con su normalización definitiva pospandemia) y los colchones de ahorro acumulados tras la COVID-19.

La inflación es la métrica en la que esta digestión se ha hecho más visible, sufriendo un repunte en EE. UU. ya en 2021 y acelerando un poco más tarde en la eurozona. Este repunte se vehicula en tres fases, empezando por los impactos iniciales (como los cuellos de botella asociados con la pandemia o la crisis energética por la guerra de Ucrania) y siguiendo con los consiguientes efectos indirectos (el aumento de precios de bienes y servicios que, aun no estando directamente presionados por el *shock* inicial, se ven empujados por los costes de producción y el ajuste de precios relativos). Como muestra el tercer gráfico, estas dos fases empiezan a quedar atrás y los indicadores más adelantados, como el llamado *momentum*, reflejan una fuerte desinflación respecto a los peores puntos de 2022. Sin embargo, queda una tercera fase por transitar

1. Que no solo congeló oferta y demanda, sino que dio lugar a fuertes reajustes en la economía, como los patrones de consumo o la potente respuesta de las políticas fiscal y monetaria.

Previsiones para economías y mercados internacionales

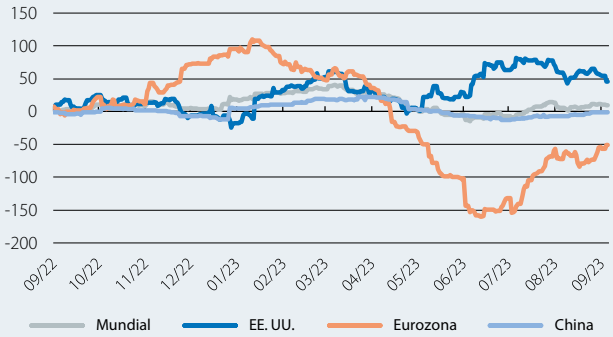
Variación anual (%), si no se indica lo contrario

	2022	2023	2024
PIB mundial	3,5	3,0 (2,8)	2,9 (3,0)
PIB EE. UU.	2,1	2,0 (1,7)	0,8 (0,5)
Inflación EE. UU.	8,0	4,2 (4,0)	2,4 (2,1)
Fed - *fed funds rate* *(fin de año)*	4,50	5,75	4,25
PIB eurozona	3,5	0,5 (0,7)	0,7 (1,0)
Inflación eurozona	8,4	5,6 (5,3)	3,1 (2,7)
BCE - *depo* *(fin de año)*	2,00	4,00	3,50
Euríbor 12M *(promedio)*	1,1	3,9	3,6
PIB China	3,0	5,2 (5,7)	4,6 (4,9)
Petróleo Brent *(€ por barril, promedio)*	94	76,3 (72,5)	73,9 (68,6)
Gas natural (TTF) *(€ por MWh, promedio)*	132	43,1 (43,9)	50,4

Nota: *Entre paréntesis, previsión anterior (solo cuando es diferente).*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Sorpresas en la publicación de indicadores económicos

Índice



Nota: *Registros positivos (negativos) señalan que los indicadores fueron mejores (peores) de lo esperado por el consenso de analistas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Citi y de Bloomberg.*

antes de celebrar la normalización de la inflación: la de los efectos de segunda ronda (es decir, la retroalimentación entre precios, márgenes empresariales y salarios en respuesta al alza inicial de los propios precios). Esta fase tiende a dar inercia a la inflación y puede ralentizar el descenso final hacia el objetivo, pero que la desinflación se vaya cumpliendo según lo esperado es clave para que los bancos centrales no deban apuntar a un mayor debilitamiento de la demanda.

Perspectivas

En este contexto, y tras más de un año de fuertes subidas en los tipos de interés, recientemente la Fed, el BCE y la mayoría de los bancos centrales del mundo han reorientado su estrategia de política monetaria, apuntando al fin del ciclo de subidas de tipos pero, a la vez, señalando la intención de mantener los tipos alrededor de los niveles actuales, que consideran suficientemente restrictivos, por un buen periodo de tiempo. Así, y aunque no han cerrado la puerta a nuevos ajustes, los tipos de interés oficiales podrían haber alcanzado la cima de una meseta en la que, según expectativas implícitas en los mercados financieros, se mantendrán al menos durante buena parte de 2024.[2]

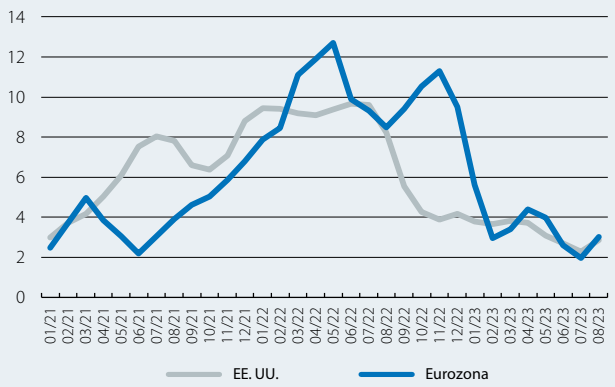
Ante la persistencia de unas condiciones monetarias restrictivas, y en un entorno de flaqueza de la demanda externa, cabe esperar que economías como EE. UU. y la eurozona exhiban poco dinamismo en los próximos trimestres. De hecho, la transmisión del tensionamiento monetario se está filtrando paulatinamente en el conjunto de la economía y ya es bien visible en la debilidad de la demanda de crédito y el endurecimiento de sus estándares, dos dinámicas que explican el deterioro del llamado «impulso del crédito» (véase el quinto gráfico).[3]

Con todo, el escenario cuenta con colchones, como la robustez que mantiene el mercado laboral, gracias a los cuales el enfriamiento de la actividad debería materializarse más en forma de languidez que de contracción.[4] Así, tras unos próximos trimestres de relativo estancamiento, esperamos una revigorización de la economía mundial en 2024, aupada por una recuperación del poder adquisitivo de los hogares (de la mano del descenso de la inflación y el alza de los salarios).[5]

2. El BCE ya habría alcanzado esta meseta en septiembre, cuando situó el *depo* y el *refi* en el 4,00% y 4,50%, respectivamente, mientras que la Fed podría hacerlo en noviembre, cuando esperamos que fije su tipo objetivo en el rango 5,50%-5,75%.
3. Históricamente, este indicador ha relacionado bien las dinámicas del crédito con el crecimiento del PIB. Véase el Focus «¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación» en el IM06/2023.
4. Por ejemplo, nuestro cuadro de previsiones de la eurozona proyecta tasas intertrimestrales del PIB alrededor del 0,0%-0,1% hasta el 1T 2024.
5. La economía también podría favorecerse de menores vientos de cara, como la crisis de sobreacumulación de inventarios que ha pesado sobre la industria en los últimos trimestres.

Inflación general: momentum *

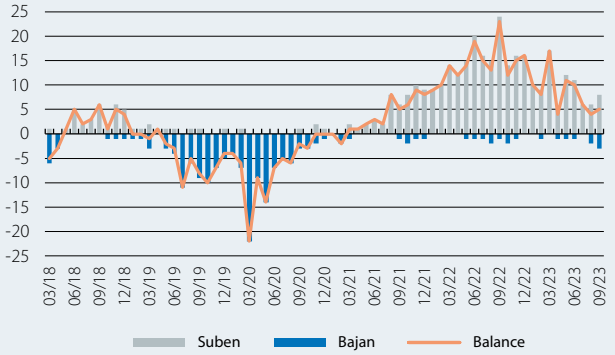
(%)



Nota: ** El* momentum *se define como la variación, anualizada y desestacionalizada, del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y del BCE.*

Bancos centrales que suben o bajan tipos en un mes dado

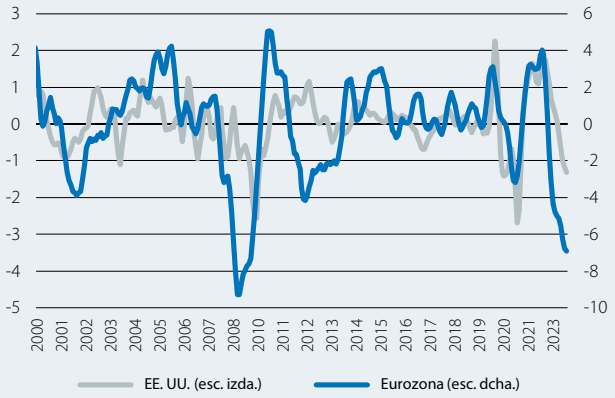
Número



Nota: *La muestra está formada por 35 bancos centrales de América del Norte, América del Sur, Europa, África, Asia y Oceanía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Impulso del crédito

Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



Notas: *El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumulados de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de la Fed.*

Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes

Hasta la fecha, la mayoría de los países emergentes están mostrando una evolución económica y financiera mejor de lo previsto, dado el importante tensionamiento de las condiciones financieras a escala global. Sin embargo, esta resiliencia no debe hacernos caer en la complacencia. Un factor que suele presionar a las economías emergentes es la apreciación del dólar, que desde principios de año acumula una revalorización cercana al 3% respecto a una amplia cesta de divisas.

En este sentido, estimaciones recientes del FMI señalan que una apreciación del 10% del dólar, en términos efectivos nominales, provoca dos trimestres más tarde un descenso del PIB real de estos países del 1,9% (frente al 0,5% en los avanzados) y la recuperación del crecimiento perdido tarda cerca de 10 trimestres en las economías emergentes (frente a tres en las desarrolladas).[1] No obstante, desde el propio organismo se apunta a que el impacto del aumento de la aversión al riesgo global no es igual en todos los países y la experiencia pasada revela que las más afectadas fueron, sobre todo, aquellas economías con una posición externa más frágil, caracterizada por déficits por cuenta corriente muy elevados y recurrentes, altos niveles de deuda externa y/o una dependencia excesiva de la financiación de la deuda a corto plazo.[2]

Monitor de Vulnerabilidad Externa

Ante esta circunstancia, hemos elaborado un monitor que muestra la posición externa de los principales países emergentes,[3] resaltando sus puntos débiles. No pretende ser un modelo de valoración del riesgo país, ni una herramienta de asignación de probabilidades de crisis económicas o financieras, pero sí que ofrece pistas relevantes acerca de la dependencia del ahorro externo de cada país (y, en consecuencia, de su grado de vulnerabilidad relativa) en base a una serie de variables comunes a todos ellos. Por ejemplo, que China aparezca en la posición 10 de 21, no implica que

Monitor de Vulnerabilidad Externa

2023	Balanza por cuenta corriente	Deuda externa	Deuda externa c/p	Deuda externa c/p	Entradas IDE	Prima de riesgo de deuda externa emitida en dólares	*Ranking* de vulnerabilidad externa (*) (**)				
	(% del PIB)	(% del PIB)	(% de deuda externa)	(% de reservas)	(% del PIB)	(%)	2023	2018	2008	2007	2001
Turquía	–4,8	44,9	32,6	227,0	0,5	5,6	1	1	4	4	3
Argentina	–2,5	49,2	16,5	184,6	1,5	20,2	2	2	7	5	1
Malasia	2,1	64,6	41,8	100,4	1,6	0,3	3	3	5	9	15
Hungría	–1,3	82,0	9,8	48,6	–0,8	4,0	4	5	1	1	8
Chile	–1,6	70,6	8,5	52,3	3,6	1,4	5	6	6	7	10
Egipto	–2,6	45,8	9,5	62,3	2,0	7,0	6	14	20	21	19
Sudáfrica	–2,6	47,5	15,9	53,6	0,6	3,7	7	4	3	3	2
Colombia	–4,4	54,3	13,4	44,5	2,6	4,2	8	10	13	14	14
Tailandia	0,3	39,9	37,1	37,7	–1,9	1,5	9	9	8	6	9
China	1,5	13,7	53,0	45,0	–0,5	1,3	10	8	15	12	17
Polonia	1,1	48,3	15,4	38,1	2,4	0,2	11	7	2	2	12
Marruecos	–0,3	47,5	14,0	27,7	1,0	3,0	12	13	19	18	16
Indonesia	–0,5	29,6	11,9	35,0	1,1	1,5	13	11	9	10	4
México	–0,7	31,1	10,7	30,8	2,2	1,6	14	12	12	13	18
India	–1,6	17,9	20,8	23,8	0,7	1,5	15	15	11	15	21
Rusia	2,2	28,3	15,0	18,3	–1,0	2,9	16	20	14	11	6
Brasil	–1,7	26,2	12,4	20,1	2,1	2,6	17	18	18	17	11
Filipinas	–3,7	24,1	14,0	18,1	0,8	0,7	18	17	10	8	5
Perú	–2,0	33,0	–	–	3,3	2,1	19	19	16	16	13
Argelia	2,2	28,3	21,6	2,5	0,5	4,8	20	16	17	20	20
Arabia Saudita	4,2	20,6	19,8	10,1	–0,8	–	21	21	21	19	7

Notas: ** El* ranking *de vulnerabilidad otorga una posición dependiendo del promedio del valor de las variables incluidas en la tabla para cada país: el puesto número 1 corresponde al promedio más elevado (mayor vulnerabilidad externa) y el puesto número 21, al promedio más bajo (menor vulnerabilidad externa).*
*** Las fechas de comparación corresponden a años en los que los principales países emergentes atravesaron notables crisis financieras, derivadas de riesgos idiosincráticos como devaluaciones de la divisa o cambios en el Gobierno, o resultado de cambios relevantes en la política monetaria en las economías avanzadas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics, vía Refinitiv.*

1. Veáse FMI (julio de 2023). External Sector Report: «External Rebalancing in Turbulent Times».
2. Véase FMI (junio de 2017). «Assessing Country Risk: Selected Approaches».
3. Los países elegidos pertenecen a la clasificación de «economías de mercados emergentes» realizada por el FMI. Adicionalmente hemos incluido Marruecos y Argelia por su relevancia para el mercado exterior de España.

el monitor le esté asignando una «mala nota» a su posición financiera externa; sencillamente indica que hay variables que se encuentran en una posición menos favorable que en el resto de los países considerados. De hecho, el FMI, en su External Sector Report, sitúa a China en el grupo de economías con una posición externa coherente con sus fundamentos a medio plazo.[4]

La variable tradicional para determinar la necesidad (o capacidad) de financiación de una economía es la balanza por cuenta corriente:[5] si su saldo es negativo, el país paga más al exterior de lo que recibe y lo contrario si es positivo. O, lo que es lo mismo, el ahorro interno no cubre las necesidades de inversión del país. Sin embargo, el signo del saldo *per se* no es concluyente y puede reflejar situaciones muy diversas. Por ejemplo, Turquía y Colombia presentan abultados déficits por cuenta corriente, pero la valoración de su vulnerabilidad externa es muy distinta.

De hecho, para conocer la fragilidad de la posición externa de un país, también es necesario tener en cuenta la coyuntura económica de cada país junto con otras variables que capturen sus vínculos financieros con el resto de los países. A este respecto, es relevante conocer el nivel de deuda externa que acumula un país, entendida como la cantidad de su deuda (soberana y privada) en manos extranjeras, expresada en dólares y en términos de PIB. Cuanto mayor sea esta ratio, más vulnerable será el país a un cambio de sentimiento de los inversores extranjeros, ya que la salida de capitales puede llegar a poner en entredicho su capacidad para hacer frente a las obligaciones ya comprometidas con sus acreedores, así como debilitar el tipo de cambio de la divisa local. De igual manera, estos temores aumentarán cuanto mayor sea el porcentaje de esa deuda que vence a corto plazo, y cuanto más elevada sea su proporción en términos de reservas en divisa extranjera.

Otra variable que refleja bien la evolución del sentimiento del inversor es la prima de riesgo de la deuda soberana, entendida como la rentabilidad «extra» que los inversores exigen a las emisiones en dólares realizadas por el país de estudio respecto a una emisión, de vencimiento similar del Tesoro americano. Finalmente, incluimos la inversión directa extranjera (IDE), en términos de PIB, dado que nos ofrece información sobre el comportamiento de una fuente de financiación a medio y largo plazo, menos volátil ante episodios de inestabilidad financiera, lo que contribuye a aminorar la vulnerabilidad exterior.

¿Qué información nos da el monitor?

En primer lugar, en los primeros puestos del *ranking* nos encontramos a los «sospechosos habituales». Es decir, países donde los desequilibrios económicos y financieros se han cronificado en los últimos 20 años, como resultado de políticas económicas poco eficaces, con gobiernos inestables que presentan una elevada propensión al endeudamiento y a la intervención en los mercados cambiarios. En suma, aspectos que han mermado la calificación crediticia de estos países y han agravado su vulnerabilidad externa, siendo Turquía y Argentina los más destacados. De hecho, en ambos casos, sus divisas se han depreciado un 30% y un 50% frente al dólar, respectivamente, en lo que va de año. Malasia es un caso particular, ya que, pese a tener históricamente una balanza por cuenta corriente superavitaria,[6] en los últimos años su deuda externa se ha incrementado notablemente; a corto plazo alcanza niveles que apenas cubrirían con las reservas de divisas existentes. Como resultado, su moneda se encuentra en su momento de mayor debilidad histórica frente al billete verde. No obstante, el país todavía goza de la confianza de los inversores extranjeros (las entradas de IDE se han incrementado en los últimos años) y las principales agencias de *rating* le otorgan los escalones más elevados dentro de la categoría de «grado de inversión».

En segundo lugar, los cinco primeros puestos del *ranking* están ocupados por países cuya deuda de corto plazo supera el 50% de su nivel de reservas, umbral que advierte de un elevado riesgo de impago de la deuda externa, presionando al alza las primas exigidas por los inversores, ampliación que será más intensa cuanto peor sea la calificación crediticia del país.

Y, en tercer lugar, son varios los países de las primeras posiciones del *ranking* que han recibido alguna clase de asistencia financiera del FMI desde la pandemia, como Argentina, Egipto o Sudáfrica, lo que enfatiza la debilidad de sus posiciones externas y sus problemas de acceso a los mercados de capitales internacionales.

Adicionalmente, si atendemos a la posición en el *ranking* en distintos momentos, se aprecian cambios positivos en aquellos países donde se han producido reformas de consolidación fiscal de gran calado (como Arabia Saudí), se han beneficiado de los ingresos por la exportación de materias primas (como Brasil y Angola) o han reducido su vulnerabilidad al tipo de cambio aumentando las emisiones de deuda en divisa local (como Rusia).

En suma, este monitor ofrece información relevante acerca de la vulnerabilidad externa estructural de una serie de países. Sin embargo, esta no es la única fuente potencial de inestabilidad financiera en un país y existen otros factores que también ofrecen información acerca de la fragilidad de un país, los riesgos geopolíticos y el encarecimiento de los bienes básicos, entre otros. Tampoco podemos pasar por alto el fuerte aumento del nivel de deuda, tanto a escala mundial como en los emergentes. De hecho, el propio FMI alerta de que casi un 20% de las economías emergentes tienen bonos soberanos que se están negociando en condiciones desfavorables (divisas muy debilitadas respecto al dólar, primas de riesgo muy elevadas y difícil acceso a los mercados de capitales internacionales) y que más de la mitad de los países de rentas bajas están sobreendeudados o expuestos a un riesgo muy elevado por sobreendeudamiento.[7] Pero este tema tiene relevancia suficiente para ser tratado en otro informe.

Rita Sánchez Soliva y Beatriz Villafranca

4. El FMI estima una posición externa en línea con los fundamentos a medio plazo que incluye reformas estructurales y fiscales, así como la mayor flexibilidad del tipo de cambio de la moneda local para ayudar a la economía a absorber los *shocks* externos.
5. La balanza por cuenta corriente recoge todas las transacciones de un país con el exterior, en un periodo determinado, derivadas del intercambio de bienes y servicios (balanza comercial), del cobro o pago de dividendos de inversión (balanza de rentas) y de las transferencias.
6. Desde 2008, su ratio de superávit por cuenta corriente se ha reducido en casi 14 p. p. debido al impacto negativo sobre las exportaciones malayas (muy enfocadas en materias primas) de la caída de la demanda global tras las sucesivas crisis vividas en los últimos años y del abaratamiento de las *commodities*.
7. Véase FMI (13 de septiembre de 2023). «La deuda mundial reanuda su tendencia ascendente».

Tipos de interés (%)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,25	25	200,0	450,0
Euríbor 3 meses	3,95	3,80	16	182,0	412,8
Euríbor 12 meses	4,23	4,10	13	93,7	326,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,69	3,54	15	109,1	330,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,20	2,98	23	43,9	268,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,84	2,47	37	26,8	160,7
Deuda pública a 10 años (España)	3,93	3,48	45	27,0	165,9
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,60	3,19	41	1,7	133,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	100,0	375,0
Líbor 3 meses	5,66	5,66	–1	89,0	336,4
Deuda pública a 1 año	5,45	5,38	6	76,2	278,8
Deuda pública a 2 años	5,04	4,86	18	61,8	221,1
Deuda pública a 10 años	4,57	4,11	46	69,6	169,1

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

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	80	70	10	–10,4	–40,1
Itraxx Financiero Sénior	91	81	9	–8,6	–41,2
Itraxx Financiero Subordinado	166	148	18	–6,5	–85,8

Tipos de cambio

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,057	1,084	–2,5	–1,2	1,5
EUR/JPY (yenes por euro)	157,950	157,820	0,1	12,5	12,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,856	1,3	–2,1	0,6
USD/JPY (yenes por dólar)	149,370	145,540	2,6	13,9	10,5

Materias primas

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	548,6	552,8	–0,8	–1,1	–7,0
Brent ($/barril)	95,3	86,9	9,7	10,9	2,5
Oro ($/onza)	1.848,6	1.940,2	–4,7	1,3	2,1

Renta variable

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.288,1	4.507,7	–4,9	11,7	12,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.174,7	4.297,1	–2,8	10,0	21,1
Ibex 35 (España)	9.428,0	9.505,9	–0,8	14,6	15,3
PSI 20 (Portugal)	6.090,3	6.174,0	–1,4	6,4	0,6
Nikkei 225 (Japón)	31.857,6	32.619,3	–2,3	22,1	22,8
MSCI emergentes	952,8	980,3	–2,8	–0,4	–4,0

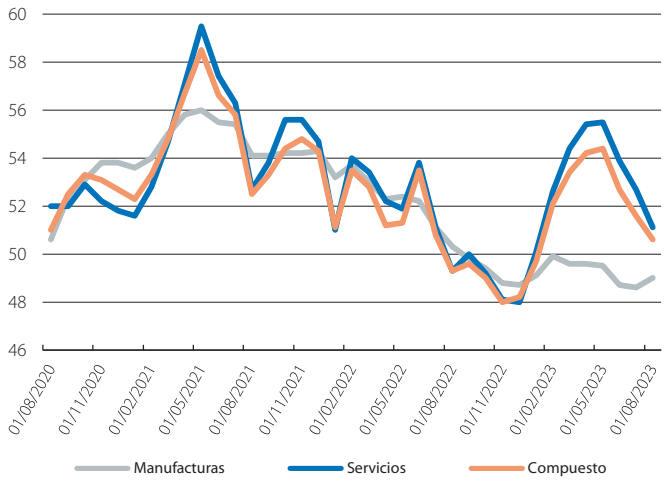
Un final de año con más dudas que certezas en la economía internacional

Revisión al alza del crecimiento mundial para 2023, hasta el 3,0%, y recorte en el de 2024, hasta el 2,9%. Por un lado, las perspectivas macroeconómicas para las economías desarrolladas seguirán presionadas por el endurecimiento de las condiciones monetarias, a las que se sumará el impacto de unas políticas fiscales menos expansivas. En este sentido, hemos recortado las perspectivas de crecimiento en la eurozona para 2023 y 2024, hasta el 0,5% y 0,7% (–0,3 p. p. en ambos casos), algo que contrasta con el mayor optimismo para la economía estadounidense, donde ahora esperamos un crecimiento del 2,0% para 2023 (+0,3 p. p.) y del 0,8% para 2024 (+0,3 p. p.). En las economías emergentes, la principal rebaja de previsiones de crecimiento afecta a China (–0,5 p. p., hasta el 5,2% en 2023; y –0,3 p. p., hasta el 4,6% en 2024), lo que contrasta con un mejor desempeño de otras grandes economías emergentes, como Brasil, Rusia, India, Sudáfrica o Indonesia. En conjunto, las perspectivas para los próximos trimestres vienen marcadas por una ralentización del crecimiento, al mismo tiempo que se espera una moderación generalizada de la inflación. Todo ello en un entorno de riesgos, entre los que destacan la incertidumbre sobre los efectos de la política monetaria y la persistencia de la inflación, las vulnerabilidades financieras latentes en diversos países y las preocupaciones sobre la reciente «senda proteccionista» que podría afectar a los flujos globales de comercio. En el mismo sentido, la OCDE ha revisado al alza el crecimiento mundial para 2023 en 0,3 p. p., hasta el 3,0%, y recortado el de 2024 en 0,2 p. p., hasta el 2,7%.

Los últimos meses han sido de enfriamiento del crecimiento mundial. Así lo recoge el índice PMI compuesto global, que se sitúa en los 50,6 puntos en agosto, su nivel más bajo desde enero (49,7 puntos), empujado principalmente por la pérdida de fuelle del sector servicios, que acumula tres meses consecutivos de fuertes descensos, desde los 55,5 puntos en mayo hasta los 51,1 en agosto. Por un lado, algunas grandes economías emergentes (como Brasil, Rusia, India y China) han registrado recientemente mejoras del lado del sector manufacturero. Sin embargo, la eurozona sigue presentando una debilidad particularmente visible y persistente. De hecho, a pesar de la mejora del PMI compuesto de la eurozona en septiembre, todavía se mantiene en zona de contracción (subió 0,5 puntos, hasta situarse en el 47,2), presionado por la fragilidad del sector manufacturero (–0,1 puntos, hasta 43,4) y la falta de impulso en los servicios (+0,8 puntos, hasta 48,7). Las dificultades del sector manufacturero europeo quedan también reflejadas en los PMI de sus dos mayores economías: en Francia, cayó en septiembre hasta un mínimo desde el inicio de la pandemia (–1,8 puntos, hasta 44,2) y en Alemania, a pesar de la recuperación, se mantiene en territorio ampliamente contractivo (+0,5 puntos, hasta 39,6).

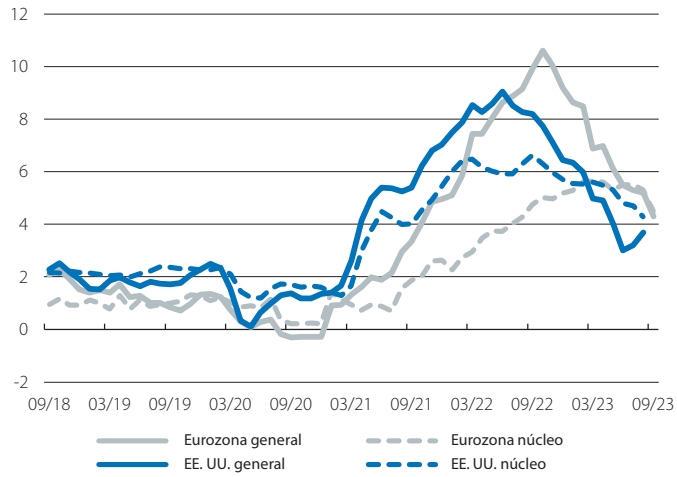
Las dinámicas (des)inflacionistas seguirán marcando el escenario macroeconómico en las economías avanzadas. En agosto, la inflación general subió hasta el 3,7% (+0,5 p. p.) en EE. UU., aupada por el precio de los combustibles, mientras que en la eurozona, donde ya se dispone de datos de septiembre, descendió hasta el

Global: PMI
Índice



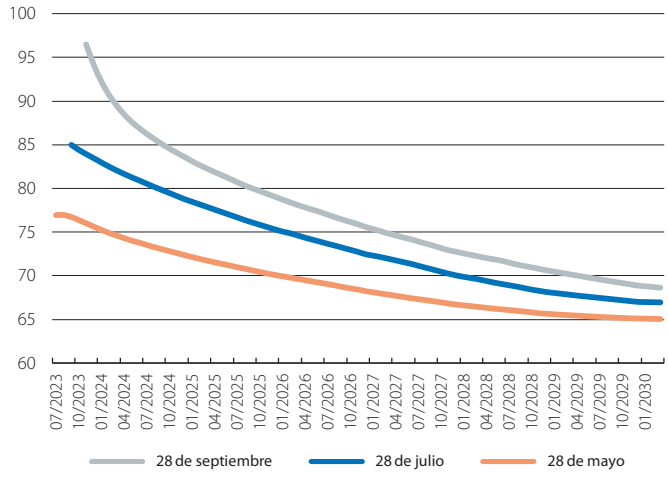
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global, vía Refinitiv.*

EE. UU. y eurozona: IPC
Variación interanual



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

Futuros del precio del Brent
(Dólares por barril)



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

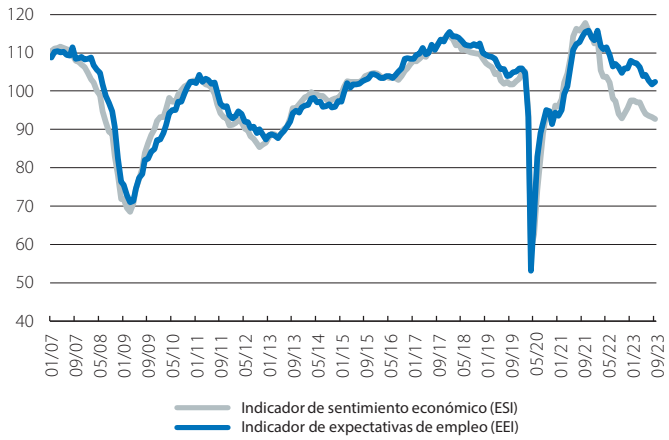
4,3%. Por otro lado, el ritmo de descenso de la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) de ambos lados del Atlántico, hasta el 4,3% en EE. UU. y el 4,5% en la eurozona, todavía no dará tregua a los bancos centrales. A los riesgos de persistencia de la inflación y el recrudecimiento de efectos de segunda ronda, se añaden los temores sobre los efectos del aumento del precio del crudo. Desde finales de mayo, el Brent acumula una subida del 30%, hasta cerca de los 95 dólares por barril. El reciente tensionamiento de este mercado, que se explica por un marcado deterioro de las condiciones de la oferta y una demanda global de crudo más resistente de lo esperado a las condiciones macroeconómicas, se refleja también en unas perspectivas de precios a medio plazo sustancialmente superiores a lo observado antes del verano.

Persiste la dualidad entre el mercado de trabajo y los demás datos macroeconómicos mientras vuelve el foco a la política fiscal. El índice de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea para la UE cayó hasta los 92,8 puntos (frente a un promedio histórico de 100 puntos), un nuevo mínimo desde agosto de 2020, lo que remarca la debilidad económica del conjunto de la economía europea. Sin embargo, el índice de expectativas de empleo (EEI) se ha mantenido significativamente por encima, en concreto unos 10 puntos en el último año (frente a una diferencia prácticamente nula en el periodo prepandemia). Eso sí, en los últimos meses compartió la misma tendencia de descenso del ESI, que se situó en septiembre en los 102,4 puntos. Por otro lado, la economía también seguirá condicionada por la política fiscal, ya que los Estados miembros deberán empezar a normalizar sus políticas fiscales, teniendo en cuenta la reactivación de las reglas fiscales europeas en 2024. Precisamente, aunque sigan las negociaciones entre los Estados miembros, se espera que el nuevo marco fiscal europeo mantenga las metas fiscales vigentes (como el objetivo del déficit al 3,0%), aunque se ofrezca un mayor control a nivel nacional acerca de cómo cumplir dichos objetivos, por ejemplo, mediante la elaboración de planes plurianuales.

Si el comportamiento de los BRICS ha sido una de las buenas sorpresas de los últimos meses, China queda con tareas pendientes. La salida de la pandemia se está revelando particularmente tortuosa para el gigante asiático, que acumula retos estructurales y las «cicatrices económicas» de la pandemia. Por un lado, el nivel de deuda corporativa no financiera ha llegado a un nuevo máximo, situándose en el 160% del PIB, concentrada en particular en sectores como el inmobiliario y en los vehículos de financiación de gobiernos locales. Por otro lado, el comportamiento «estelar» de las exportaciones chinas durante la pandemia se está viendo revertido mientras se acumulan tensiones geoeconómicas y el consumo interno no acaba de despegar a pesar de la bolsa de ahorros acumulada por muchos hogares durante los años de pandemia. Sin embargo, no todo son malas noticias. Los datos del mes de agosto fueron mejores de lo esperado, destacando el crecimiento de la producción industrial (+4,5% *vs.* 3,7% en julio) y de las ventas minoristas (+4,6% *vs.* 2,5% en julio). En parte, esta mejora se debe a la intervención de las autoridades chinas, por un lado, con la relajación de la política monetaria y la puesta en marcha de la «máquina fiscal». Por otro, la reciente relajación de regulaciones en el inmobiliario debería ayudar a sostener el sector en los próximos meses. Aun así, la falta de confianza de inversores y consumidores en China seguirá presionando las perspectivas económicas del país a medio plazo.

Eurozona: sentimiento económico y expectativas de empleo

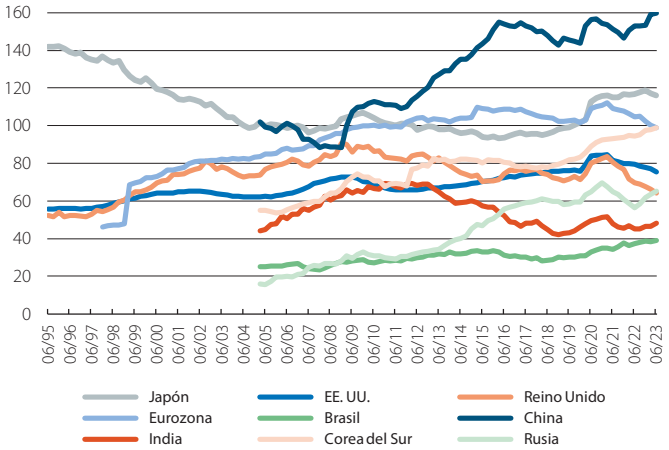
Índice



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

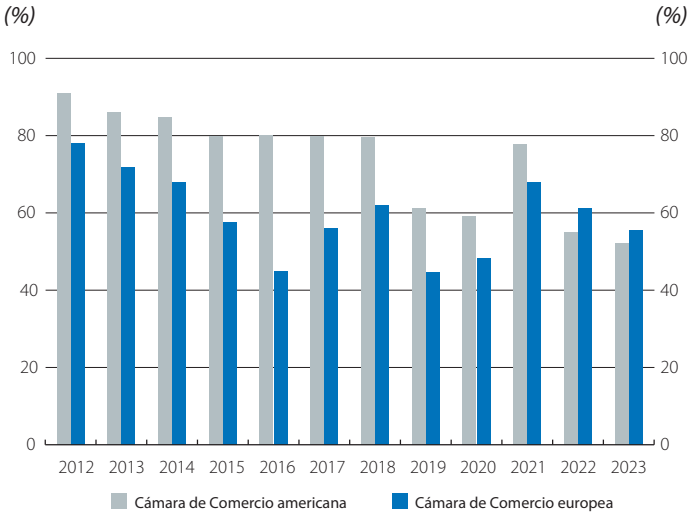
Global: deuda corporativa de instituciones no financieras

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Institute of International Finance.*

Proporción de empresas que se sienten optimistas sobre las perspectivas de negocio en China



Fuente: *Capital Economics.*

EE. UU.: la recesión que nunca llega

En febrero, escribíamos que cabía esperar un enfriamiento de la actividad económica en EE. UU. en algún momento de 2023, y así lo apuntaban también la mayoría de los analistas. La incertidumbre residía en el grado de intensidad de este enfriamiento, a lo que nos referimos como un aterrizaje suave o abrupto (*soft* o *hard landing*). Sin embargo, lo que observamos en lo que va de año es una economía que sigue creciendo con una fortaleza muy poco habitual en este entorno de elevados tipos de interés. Así, los analistas han empezado a revisar a la baja la probabilidad que le asignan a que se produzca una recesión a un año vista en EE. UU. (véase el primer gráfico). Y no solamente esto, sino que los últimos indicadores económicos apuntan a un sólido ritmo de crecimiento del PIB también en el 3T, entre el 0,5% intertrimestral, según el *nowcasting* de la Reserva Federal de Nueva York, y el 1,3%, según el de la Reserva Federal de Atlanta.

Los motivos a favor de una recesión

No es una sorpresa que el endurecimiento monetario realizado por la Reserva Federal desde inicios de 2022 persiga enfriar una economía que daba señales de sobrecalentamiento (especialmente visible en el repunte de inflación). Desde entonces, los factores relacionados con la pandemia que provocaron este desequilibrio entre la oferta y la demanda agregada se han ido solucionando (por ejemplo, los cuellos de botella en las cadenas de distribución globales, el masivo ahorro embalsado o los cambios en los patrones de consumo entre bienes y servicios) y han ayudado a observar un descenso de la inflación y una moderación en buena parte de los indicadores económicos. Sin embargo, los rezagos con los que la política monetaria suele afectar a la economía sugieren que todavía queda margen para el enfriamiento en los siguientes trimestres.[1] Uno de los principales canales que se ve afectado por las subidas de tipos de los bancos centrales es el canal de las condiciones financieras y crediticias. Tal y como describimos en un artículo anterior,[2] los estándares de crédito se han endurecido como pretendía la Reserva Federal y, a la vez, la demanda del mismo también se ha debilitado. De hecho, nuestras estimaciones apuntaban a un endurecimiento de las condiciones crediticias que estaría asociado con una caída de la actividad de 0,7 p. p.

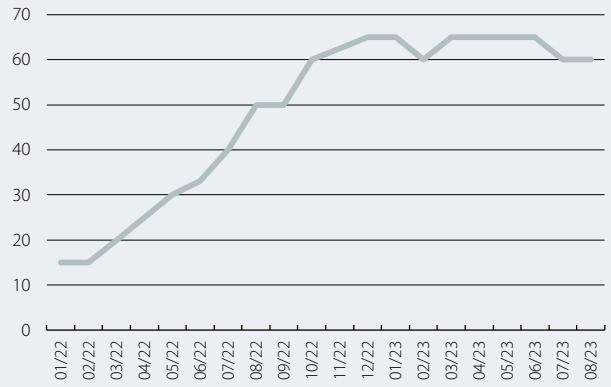
Asimismo, hay diversas señales que, al activarse, históricamente han anticipado futuras recesiones. De entre las más destacadas está la inversión de la curva de tipos soberanos. Son ya más de 300 días desde que se invirtiera el diferencial entre el *treasury* a 10 años y el *treasury* a 3 meses, el que históricamente ha pronosticado mejor las recesiones. De hecho, según nuestro modelo, la inversión actual de la curva tiene asociada una probabilidad de recesión que fluctúa entre el 70% y el 80% según la especificación utilizada.[3]

¿Qué sostiene a la economía estadounidense?

Si todo apunta a que la economía de EE. UU. debería estar contrayéndose (o hacerlo pronto), ¿qué evita tal escenario? Podemos responder a esta pregunta, primero, mirando el PIB desde distintos prismas. Si observamos el PIB desde el lado de la demanda, vemos cómo el consumo público ha sido un importante colchón para la actividad,

EE. UU.: probabilidad de recesión según el consenso de analistas de Bloomberg

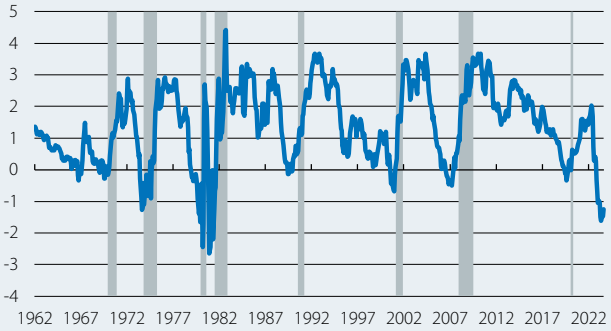
(%)



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

EE. UU.: recesiones y la pendiente de la curva de tipos de interés

(p. p.)



Notas: *Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión según el NBER. Mostramos el diferencial entre el tipo de la deuda a 10 años y 3 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del NBER.*

1. Es famosa la frase de Milton Friedman «la política monetaria afecta a la economía con rezagos variables e inciertos». Las estimaciones sugieren que estos rezagos podrían ser de entre 6 y 12 trimestres.
2. Véase el Focus «¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación» en el IM06/2023.
3. Véase el Focus «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.» en el IM05/2018.

con incrementos intertrimestrales del 1% en promedio en los últimos cuatro trimestres, el mismo que la inversión no residencial. El consumo privado, que suele ser el principal motor de la economía, creció en consonancia con el PIB, con un promedio del 0,6% intertrimestral, mientras que el sector exterior tuvo una contribución más bien modesta al crecimiento del PIB. El componente que sí ha lastrado el avance del PIB ha sido la inversión residencial, que lleva nueve trimestres consecutivos de caída (–22% acumulado). Por otro lado, si observamos el PIB desde el lado de la oferta y analizamos cuánto valor añadido ofrecieron los distintos sectores, destacan en positivo las artes y el ocio, la información y la minería. En el plano decepcionante encontramos las finanzas y los seguros, las manufacturas y la construcción, que representan un 19%, 11% y 3%, respectivamente, del total de la producción y llevan cuatro trimestres estancados o en retroceso.

Y para acabar de confundir... las señales mixtas en el mercado laboral y el sector inmobiliario

Un indicador que también nos sugiere que la economía de EE. UU. goza de buena salud es el mercado laboral, con la tasa de desempleo en el 3,8% y la ratio de vacantes de empleo por desempleado en el 1,4 (con un promedio histórico de 0,7). Sin embargo, también encontramos ya diversas señales de normalización, como la creación de empleo mensual, que se encuentra en 150.000 trabajadores en el promedio de los últimos tres meses, muy por debajo de los 400.000 promediados en 2022 e incluso algo por debajo del promedio entre 2015 y 2019 (190.000). Además, si hurgamos en los sectores que están contribuyendo a esta creación de empleo, vemos que educación y salud, con un peso del 16% de la fuerza laboral, está contribuyendo en más de un 50% a la nueva creación de empleo. Este dato es destacable, pues educación y salud no es un sector cuya dinámica sea el mejor termómetro del ciclo económico. Otros sectores como las manufacturas, el profesional y negocios o la restauración y el ocio podrían ser más indicativos de las dinámicas y tendencias de la demanda de empleo.

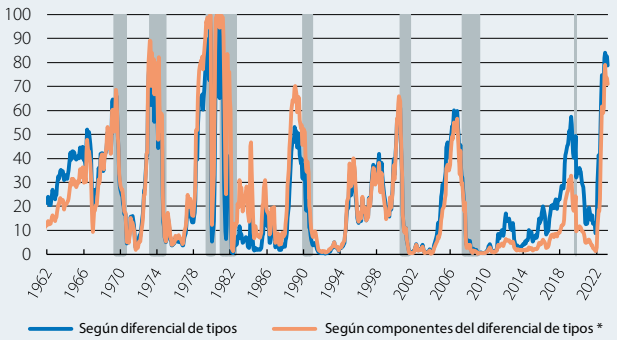
El sector inmobiliario, como ya hemos mencionado, lleva nueve trimestres consecutivos de caída, acusando, primero, la expectativa de una política monetaria más restrictiva y, luego, su confirmación. Sin embargo, en los últimos meses estamos asistiendo a una recuperación de su actividad: el número de compraventas y los nuevos visados de obra han empezado a repuntar este verano y podrían estar ya saliendo del pozo en el que entraron desde inicios de 2022, en lo que podría ser el principio de la recuperación de este sector.

Con este cóctel de indicadores apuntando en direcciones opuestas, pronosticar el crecimiento económico se ha vuelto una tarea todavía más compleja. Con todo, creemos que vamos a asistir a un paulatino enfriamiento de la actividad, un *soft landing* que conllevaría varios trimestres con la economía de EE. UU. próxima al estancamiento.

Ricard Murillo Gili

EE. UU.: probabilidad de recesión según la curva de tipos

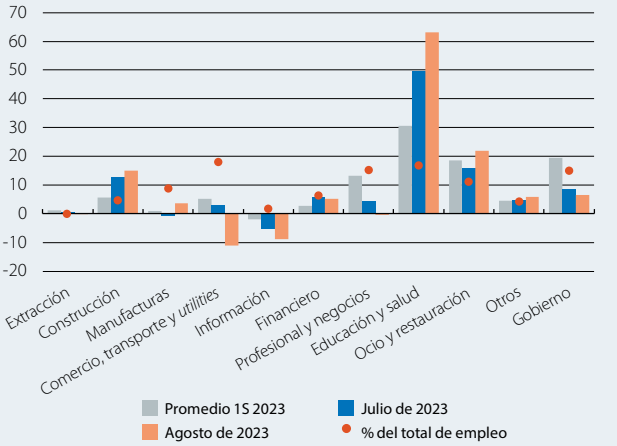
(%)



Notas: *Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión según el NBER. * Los componentes del diferencial de tipos se obtienen mediante un modelo que separa del tipo de interés observado el componente puro de expectativas de tipos y la prima temporal. Véase Adrian, T., Crump, R. K. y Moench, E. (2013), «Pricing the term structure with linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, de la Reserva Federal de Nueva York y del NBER.*

EE. UU.: creación de empleo mensual por sector

(% sobre el total)



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

Cambio de marcha en la economía china: canales de contagio e implicaciones globales

La historia económica de China en las últimas décadas es de múltiples éxitos, con un rápido crecimiento del PIB, una fuerte reducción de la pobreza y la emergencia del país como el mayor exportador de bienes del mundo. Pero el modelo de desarrollo económico chino, anclado en la pujanza del sector exterior y la rápida acumulación de capital, también ha acumulado desequilibrios, como una rápida acumulación de deuda y una dependencia excesiva del sector inmobiliario. Por otro lado, la elevada cuota de mercado global de China hace más difícil la expansión continuada de sus exportaciones, en particular en un entorno de fragmentación geoeconómica. Las autoridades chinas parecen también dispuestas a tolerar un menor ritmo de crecimiento, asumiendo como prioridad su seguridad económica. ¿Qué implicaciones tendrá este nuevo entorno macroeconómico para China y qué ramificaciones generará a nivel global?

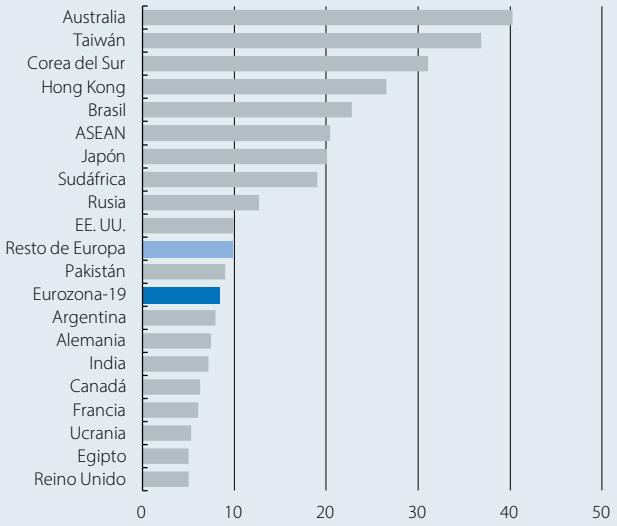
Ralentización en China y canales de contagio globales

La «nueva era» de crecimiento en China supondrá, sin lugar a duda, una ralentización significativa con respecto a las tasas de crecimiento registradas a lo largo de las últimas décadas. Entre 2000 y 2019, por ejemplo, China sostuvo un crecimiento promedio del 9%. Pero diversos vientos en contra se van acumulando. Más allá de los ya expuestos, se suman factores demográficos; la dificultad en reequilibrar la economía y estimular el consumo interno como motor de crecimiento; la competencia externa, en particular de otras economías asiáticas emergentes; el reciente «enfoque regulatorio» que afecta directamente a algunos sectores de mayor crecimiento (como las grandes tecnológicas), y un aumento de las tensiones comerciales. Así, el FMI prevé que el crecimiento de China debería convergir hacia el 3% a finales de esta década.

Aunque una transición gradual hacia un crecimiento más bajo y un «aterrizaje forzoso» actuarían por canales distintos y tendrían implicaciones globales también distintas, estimaciones recientes sugieren efectos significativos de una ralentización en China para la economía global en ambos casos. El BCE estima que, en un escenario de ralentización gradual del crecimiento, cada 1 p. p. menos de crecimiento en China restaría entre 0,1 y 0,4 p. p. del crecimiento del PIB de la eurozona.[1] Por su parte, el Banco de Inglaterra estima que una ralentización gradual del crecimiento chino produciría un impacto dentro del mismo rango de magnitud en la economía británica, mientras que un «aterrizaje forzoso» llevaría a 1 p. p. menos de crecimiento en el año del impacto, que podría incluso llegar a duplicarse, en caso de que dicho aterrizaje impactara significativamente en los mercados financieros globales.[2]

Exportaciones a China

(% de las exportaciones totales de cada país)



Notas: *En el resto de Europa, se incluyen los siguientes países: República Checa, Dinamarca, Hungría, Islandia, Noruega, Polonia, Suecia, Suiza, Turquía, Bielorrusia, Bulgaria, Croacia, Rumanía y Ucrania. Se utiliza el promedio entre 2015 y 2020 y solo se incluyen en la tabla países con exportaciones a China superiores al 5% del total.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

En ambos escenarios se activarían canales de contagio tradicionales hacia otras economías. Por un lado, se activarían canales financieros, cuyo papel ha sido históricamente importante en la transmisión de *shocks* internacionales. Directamente, y a pesar del tamaño de China en la economía global, su sistema financiero todavía no está muy integrado con el sistema financiero global.[3] Sin embargo, los canales financieros indirectos podrían ser más importantes, a través de un aumento del riesgo percibido por los inversores y el deterioro de las perspectivas de beneficios de muchas grandes empresas para quien el mercado chino representa una importante fuente de ingresos.

Otro canal de contagio incluye a los mercados de materias primas, donde China representa una fracción significativa de la producción y consumo globales de algunos de estos productos y su menor demanda podría tener repercusiones sustanciales en los precios. Para países importadores netos

1. Véase Dieppe, A. *et al.* (2018). «The transition of China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper n.º 206. Los autores estiman que una desaceleración gradual del crecimiento en China, como resultado de la introducción de reformas estructurales más ambiciosas por parte de las autoridades para reequilibrar la economía (suponiendo un estímulo al consumo y una reducción de la ratio de inversión con respecto al PIB), produciría menores crecimientos en China a corto plazo (aproximadamente, menos 1 p. p. al año), lo que llevaría a una caída acumulada del 3,4% del nivel del PIB chino al cabo de tres años. Este *shock* produciría un impacto negativo acumulado del 0,3% del PIB de la eurozona, que podría llegar al 1,1% en función de la respuesta de las autoridades chinas y si se intensificara la fuerza de los distintos mecanismos de transmisión.

2. Véase Gilhooly, R. *et al.* (2018). «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin (2T 2018). El escenario de ralentización gradual se estima como una ralentización de 2 p. p. del crecimiento de China en el primer año y de 1 p. p. en el segundo, reduciendo el nivel de PIB chino un 3% al cabo de tres años. En este escenario, el nivel de PIB británico sería un 0,5% inferior en el tercer año. El «aterrizaje forzoso» considera una rápida caída de 8 p. p. del nivel de crecimiento de China en el primer año, que, aunque con un rebote a partir del segundo año, produciría un nivel de PIB en China un 10% inferior en el tercer año. En este escenario, el nivel de PIB británico sería entre un 1,4% y un 2,8% inferior al cabo de tres años, a depender de la activación de canales amplificadores globales, como turbulencias financieras y correcciones bruscas en precios de activos y divisas.
3. Se estima que la participación de China en los activos y pasivos externos globales se acerca al 5%. Los vínculos bancarios de China con la mayoría de los países son también limitados, con la excepción de los estrechos vínculos con el Reino Unido, a través de Hong Kong.

de materias primas, como es el caso de la eurozona, este efecto podría contrarrestar, en parte, los impactos negativos por otros canales, impulsando el consumo al mismo tiempo que produciría un efecto desinflacionista.

Finalmente, un *shock* en la economía china afectaría al resto del mundo a través de los flujos de comercio internacional y la reducción de la demanda externa de China. Una primera aproximación a este canal se puede obtener con la exposición comercial directa a China. Destaca la práctica totalidad de la región asiática, para quien China representa más del 20% de las exportaciones, u otros países geográficamente cercanos, como Australia (40%). En EE. UU. y la eurozona esta cifra se acerca al 10%. Estos vínculos comerciales directos sugerirían un impacto relevante, aunque limitado, pero hay que añadir también los vínculos indirectos, derivados del estatus de China como segunda mayor economía del mundo y de su centralidad en las cadenas de valor globales.

Contagio por vía del comercio internacional: el caso de la eurozona

En este sentido, hay que considerar que la eurozona está también directamente expuesta a países con elevada exposición a China, por lo que una ralentización de la economía china reverberaría, de manera indirecta a través de las conexiones comerciales con estos, en la economía europea. Por ejemplo, más de un 10% de las exportaciones de la eurozona van a los países ASEAN, Japón, Corea del Sur, Taiwán o Hong Kong, y todos estos tienen, a su vez, exposiciones directas a China superiores al 20%. Por otro lado, prácticamente la mitad de las exportaciones totales de la eurozona van a EE. UU. o al resto de Europa y la ralentización en estos países por unas menores exportaciones a China también afectaría a la eurozona.

Para ilustrar un impacto total que incluya efectos comerciales directos e indirectos, consideramos dos escenarios de ralentización de la economía china: el de una caída del 10% de las importaciones de China y el de una caída gradual del 2% anual, a lo largo de cinco años. En el primer escenario, el impacto directo en las exportaciones de la eurozona es del –0,8%, explicado sencillamente por el peso que las exportaciones a China tienen en el bloque europeo. Por otro lado, estimamos el impacto indirecto en 0,9%, lo que llevaría el impacto total de una caída del 10% de las importaciones de China a un 1,8% de las exportaciones europeas.

Así, la consideración de los impactos indirectos hace que más que se duplique el impacto total de la ralentización china en la economía europea a través del comercio internacional. Tomando un ejemplo concreto del ejercicio, la caída del 10% de las importaciones de China llevaría a una caída del 2% de las exportaciones de los países ASEAN, lo que produciría una caída adicional de 0,08 p. p. en las exportaciones de la eurozona.[4] Por otro lado, aunque la exposición de EE. UU. a China sea menor, los mayores vínculos comerciales de la eurozona con el país harían que el impacto indirecto adicional fuera aproximadamente el doble, de 0,15 p. p.

Para traducir el impacto en términos de PIB, hay que tener en cuenta que una parte de las exportaciones brutas de la eurozona incorporan bienes y servicios intermedios importados de otros países.[5] Así, en conjunto estimamos que una ralentización más abrupta de China produciría un impacto, vía contracción de los flujos de comercio internacional, del 0,7% en el PIB de la eurozona, mientras que una ralentización gradual podría producir un impacto anual de entre 0,1 y el 0,2% en el crecimiento anual, cifras coherentes con los rangos sugeridos por el BCE y el Banco de Inglaterra (dado que nuestras estimaciones son parciales y se les deberían añadir el resto de canales mencionados).

Exposición a China e impactos de una ralentización en China en la eurozona

	Exposición de la eurozona (%)	Exposición a China (%)	Impacto estimado en exportaciones eurozona (p. p.) *Escenario caída 10%*	Impacto anual estimado en exportaciones eurozona (p. p.) *Escenario ralentización gradual*
Impacto directo				
China	8,4	–	–0,84	–0,17
Impacto indirecto			–0,92	–0,18
Australia	1,3	40,2	–0,05	–0,01
Taiwán	1,0	36,8	–0,04	–0,01
Corea del Sur	2,0	31,1	–0,06	–0,01
Hong Kong	0,7	26,5	–0,02	0,00
Brasil	1,8	22,8	–0,04	–0,01
ASEAN	3,8	20,4	–0,08	–0,02
Japón	2,9	20,1	–0,06	–0,01
Sudáfrica	0,7	19,1	–0,01	0,00
Arabia Saudí	1,4	16,2	–0,02	0,00
Rusia	3,1	12,7	–0,04	–0,01
EE. UU.	14,8	9,9	–0,15	–0,03
Resto de Europa	25,2	9,9	–0,25	–0,05
India	2,1	7,2	–0,02	0,00
Canadá	1,8	6,3	–0,01	0,00
Reino Unido	11,5	5,0	–0,06	–0,01

Notas: ** En el resto de Europa se incluyen los siguientes países: República Checa, Dinamarca, Hungría, Islandia, Noruega, Polonia, Suecia, Suiza, Turquía, Bielorrusia, Bulgaria, Croacia, Rumanía y Ucrania. La exposición de la eurozona se calcula como el porcentaje de las exportaciones de la eurozona a cada país o región. La exposición a China se calcula como el porcentaje de las exportaciones de cada país a China. Los impactos indirectos se deben leer como una suma, en p. p., de los impactos indirectos de una ralentización en China en las exportaciones de la eurozona, a través de cada país. El impacto total, en %, es la suma del impacto directo y de los impactos indirectos. No se incluyen en la tabla países como Kazajistán, Pakistán, Argentina, Ucrania o Egipto, todos con exposiciones a China superiores al 5%, pero con una exposición reducida de la eurozona (inferior al 1%).*
Fuente: *CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de la OCDE.*

Implicaciones globales de una ralentización en China

Independientemente del patrón de ralentización del gigante asiático, la economía global sentirá sus efectos, a través de canales de contagio múltiples, que actuarán con intensidades distintas según el tipo de *shock*. Además de lo ya comentado, la estimación exacta de la magnitud del impacto global sufre dos dificultades adicionales: por un lado, la respuesta de política monetaria y fiscal a una ralentización de la economía china, tanto del lado de China como de sus socios comerciales, es imprevisible. Por otro lado, si realmente se tratara de una «nueva era» para China, entonces el resto del mundo navegará también por aguas inciertas.

Luís Pinheiro de Matos

4. Asumimos que cada país reduciría sus importaciones del resto del mundo en la misma proporción que se han reducido sus exportaciones totales a China (no tenemos en cuenta el posible aumento a otros países o regiones).

5. Según datos de la OCDE, un 18% del valor añadido en las exportaciones europeas tiene origen en el exterior. El peso relativo de las exportaciones en el PIB en la eurozona es del 47%.

¿Quo vadis, globalización? (parte I): la larga ralentización

En la última década, el debate sobre la configuración y las consecuencias de la globalización ha adquirido una gran visibilidad y relevancia, con numerosas voces abogando por repensarla, ya sea para limitarla, revertirla o reconfigurarla. En este y en el siguiente artículo analizamos el recorrido de esos debates y la salud de la globalización. Para ello, primero analizamos las tendencias estructurales, de carácter agregado y a más largo plazo, para pasar después a la evidencia indiciaria de los últimos datos disponibles, de carácter más parcial. Nuestro objetivo es desentrañar las principales dinámicas que están ocurriendo en un proceso tan complejo y, por supuesto, global.

La paulatina ralentización de la globalización...

La dimensión más clara del desarrollo de la globalización económica desde los años ochenta fue el auge del comercio mundial, que desde la crisis financiera arroja señales de ralentización, si bien no de estancamiento. Enfocándonos en el comercio de bienes, único para el que hay disponibles datos en términos reales y gran protagonista de la globalización hasta ahora, este alcanzó su máximo respecto al PIB en 2008, tras casi 25 años de una formidable expansión. Es reseñable que el momento de esa ralentización es anterior a que el debate político sobre la globalización ganase relevancia, lo que apunta a que esa desaceleración tiene causas más complejas y diversas.

... un proceso heterogéneo por países pero homogéneo en productos...

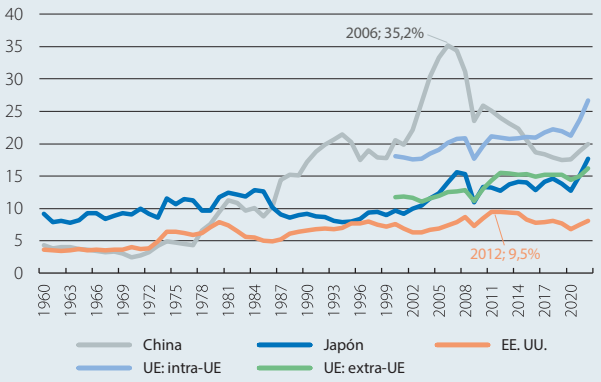
La tendencia de ralentización comercial no es homogénea entre las principales economías mundiales, como cabría esperar en un escenario de desglobalización «radical» (es decir, de raíz). Así, los principales culpables entre las grandes economías exportadoras serían la normalización del crecimiento de China (una economía más orientada ahora al consumo interno) y un estancamiento relativo del sector exterior de EE. UU. Esta menor importancia del sector exterior también habría facilitado a estas economías una desconexión comercial relativamente indolora, como se explica en el siguiente Focus.

En cualquier caso, el sector exterior sigue siendo muy relevante para economías como la UE o Japón, donde las exportaciones respecto al PIB no han dejado de aumentar. No obstante, el reciente repunte de esta ratio podría estar distorsionado por los efectos de la COVID, tanto por el cambio en los patrones de consumo, como por un menor crecimiento económico.

Por productos, la imagen es distinta y la ralentización se debe principalmente a los bienes manufacturados. Tras ser el motor de la globalización, en la última década, sus tasas de crecimiento han sido similares a las del PIB mundial en precios corrientes, de modo que su peso relativo se

Evolución de la ratio de exportaciones de bienes/PIB, por geografía

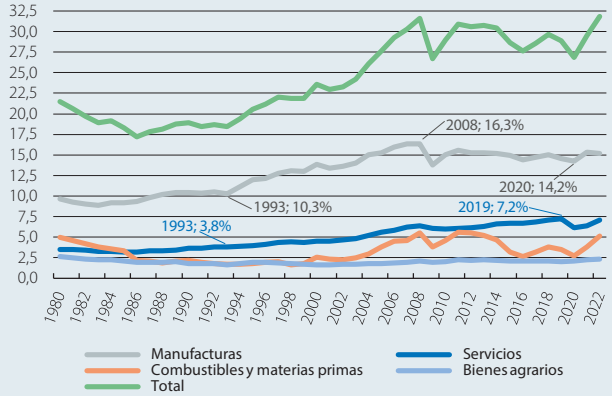
(% del PIB nominal)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OMC y del Banco Mundial.*

Evolución de la ratio de exportaciones de bienes y servicios/PIB

(% del PIB mundial en términos nominales)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OMC y del Banco Mundial.*

ha estabilizado en torno al 15% del PIB. Las fluctuaciones en el peso de las materias primas, que se reflejan en la ratio de exportaciones respecto al PIB en términos nominales, pero no en términos reales, se deben más a variaciones en el precio que en el volumen, mientras que las exportaciones de servicios, que podrían ser otro vector de crecimiento de la globalización en los próximos años, continúan paulatinamente ganando importancia.

... y motivado en gran parte por el entorno financiero

La ralentización del comercio de manufacturas sería especialmente preocupante para la salud de la globalización si se debiese al desacoplamiento de las cadenas de valor globales (CVG). Para evaluar la evolución y longitud de las CVG podemos, como proponen algunos autores,[1] usar la ratio entre valor añadido y producción bruta, que suma, al valor añadido bruto, el valor de todos los insumos intermedios. Así, cuando las empresas de un país se

especializan y la producción se vuelve más diversificada y deslocalizada, la ratio entre valor añadido bruto doméstico y producción bruta disminuye. Esta ratio es, por tanto, inversamente proporcional a la longitud, o complejidad, de las CVG.

Pues bien, en términos agregados mundiales, y al igual que ocurre con el comercio de bienes, la expansión de las CVG ha tocado techo y se mantienen prácticamente estables en los últimos 10 años. Sin embargo, también resulta por ahora difícil apreciar una reversión clara y generalizada. No obstante, como se presentará en el siguiente artículo, sí comienza a haber indicios concretos de fragmentación y relocalización hacia economías afines.

Por otro lado, la evolución del entorno macrofinanciero sí parece estar contribuyendo más directamente a la ralentización del comercio de manufacturas. Según varios autores,[2] el desarrollo de las CVG facilitó métodos de producción –como el famoso *just in time*– que demandaban una inversión y una financiación corriente muy elevadas. La deslocalización de una cadena productiva supone un mayor activo circulante para cualquier empresa (el que esté en tránsito en cada momento entre las distintas etapas del proceso) y, por tanto, un mayor coste financiero, que aumenta de hecho con cada nueva etapa de deslocalización productiva.[3] Por todo ello, el desarrollo de las CVG dependió estrechamente de las condiciones financieras globales y, por tanto, de la fortaleza del dólar americano (USD).

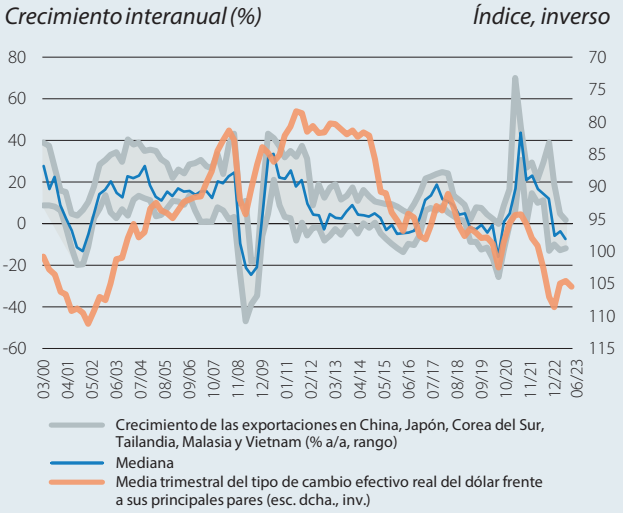
Así, aunque un dólar apreciado pudiera abaratar las importaciones de EE. UU., dificultaría la financiación de procesos productivos y exportadores complejos en el resto del mundo, lastrando el comercio mundial. De hecho, desde comienzos de los 2000 la fortaleza del USD y el dinamismo del comercio mundial de bienes muestran una elevada correlación.

Esta correlación también se observa con las exportaciones de las principales economías asiáticas, por lo que la reciente apreciación del dólar frente a sus divisas, derivada de las mayores expectativas de tipos de interés ante la resiliencia de la economía estadounidense, podría suponer un impedimento para el comercio internacional en lo que resta de año.

La globalización comercial muestra desde hace 15 años señales de ralentización, si bien esta no es generalizada entre países. Además, por ahora y en términos agregados, no parece deberse a un acortamiento de las CVG. Una potencial explicación a esta tendencia, planteada por algunos de los estudios citados, es que el fuerte proceso de deslocalización de la producción manufacturera hacia Asia o los países del antiguo bloque soviético, impulsado por el arbitraje que ofrecía una mano de obra formada y de bajos salarios, se habría agotado. Esto se explicaría tanto por el desarrollo económico de estos países como por la maduración del proceso, que hace a las empresas reevaluar, tras décadas de experiencia, la conveniencia y rentabilidad de deslocalizar según qué partes del proceso productivo. Por otro lado, las condiciones financieras, que pudieron soportar e incentivar el proceso a principios de siglo, no han sido tan favorables en los últimos años, y aún menos tras las subidas de tipos de interés desde 2022.

David del Val Gómez

Crecimiento de las exportaciones de las principales economías asiáticas y evolución del dólar



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

1. Véase Richard Baldwin (2022). «Globotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Sector». BCE. Forum on Central Banking 2022.
2. Véase Bruno, V. y Shin, H. S. (2021). «Dollar and Exports». CEPR Discussion Papers 16311.
3. Véase Kim, S. y Shin, H. S. (2023). «Theory of supply chains: a working capital approach». BIS Working Papers 1070, Bank for International Settlements.

¿Quo vadis, globalización? (parte II): la fragmentación de la economía mundial

La globalización comercial muestra una gran resiliencia tras la crisis de la COVID y hasta 2022, dentro de una tendencia de largo plazo de ralentización. Como repasamos en el Focus anterior, esta ralentización puede explicarse como la maduración lógica de un largo proceso de apertura de mercados, afectado además por un endurecimiento de las condiciones financieras. Ambos movimientos vendrían a descartar la tesis de que pueda suceder una desglobalización de raíz. En este segundo Focus, pasamos a analizar la evidencia de los últimos meses que, de forma aún parcial e indiciaria pero relevante en tanto que afecta a las principales economías, apunta a una creciente fragmentación de la globalización, que podría tener efectos diversos.

La exitosa desconexión de EE. UU. con China

Pese a no acaparar tantos titulares como en el pasado, la guerra comercial sinoestadounidense continúa, como demuestran los elevados aranceles que mantienen ambas economías para con la contraparte.[1] Además, todo apunta a que la política de desconexión de EE. UU. con China está alcanzando sus objetivos, reduciendo el déficit comercial con China en términos de PIB mientras esta pierde una importante cuota de mercado en las importaciones de EE. UU. a favor de los principales socios comerciales de EE. UU., en particular México.

Además, no parece que se esté dando una derivación comercial, en la que las exportaciones chinas estén buscando rutas alternativas para sortear los aranceles, o una relocalización de empresas chinas. Mientras que para la India o Vietnam el valor de los productos que importan desde China ha aumentado más que sus exportaciones a EE. UU., esto no ocurre para México, Canadá, Taiwán ni la eurozona. En términos de IED, los volúmenes de inversión chinos en estas economías tampoco alcanzan aún a los de los socios comerciales más afines.

Por otro lado, EE. UU. no solo estaría cambiando de proveedores sino que, como señalan varios estudios recientes, el país está siendo capaz de relocalizar parte de la producción externalizada con anterioridad a China a socios afines como México y Vietnam o incluso al propio EE. UU.[2]

Un proceso con poco impacto en ambas economías

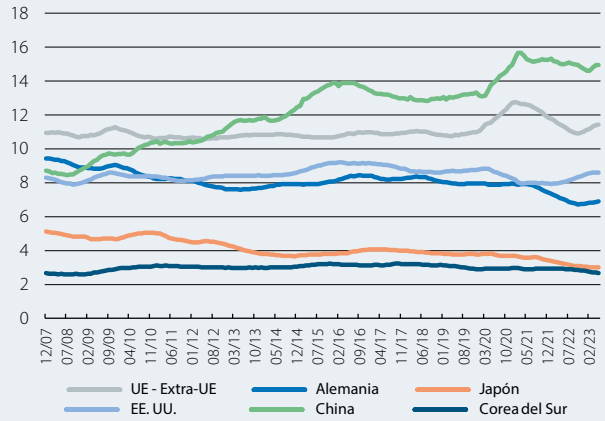
En tanto que los dos principales partidos políticos de EE. UU. comparten el objetivo de la desconexión con China, es de esperar que esta se profundice y aumente la tendencia a la fragmentación de la economía global. Además, hasta ahora, la desconexión no está dañando el crecimiento económico de EE. UU. ni a sus exportadores, que no han perdido cuota comercial global, a diferencia de los alemanes o japoneses.

Por otro lado, China sí ha perdido cuota de mercado global desde el repunte que tuvo en el primer año de la pandemia, si bien esta aún continúa por encima de la que tenía en 2018, y habrá que esperar un poco aún para ver el impacto de su reapertura post-COVID. El país ha evitado un mayor impacto de la guerra comercial con EE. UU. sustituyendo al mercado estadounidense por el europeo. De hecho, en términos relativos respecto al PIB, a medida que EE. UU. limitaba su exposición a China, la de la UE no hizo

Variación en la cuota de importaciones de EE. UU., por país
(p. p.)

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

Cuota de exportaciones globales, por país
(% de las exportaciones globales, suma móvil 12 meses)



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

1. Véase Bown, C. P. y Kolb, M., (2023). «Trump's Trade War Timeline: An up-to-date guide. Peterson Institute for International Economics».
2. Véase Alfaro, L. y Chor, D. (2023). «Global Supply Chains: The Looming «Great Reallocation»». National Bureau of Economic Research, n.º w31661.

sino aumentar, al menos hasta finales del año pasado. Aunque es cierto que la UE ha sufrido una recuperación del PIB pospandemia más lenta que la de EE. UU., lo que podría estar distorsionando esta tendencia, lo cierto es que China está siendo cada vez más capaz de exportar productos de alto valor añadido a la UE (por ejemplo, coches eléctricos).

Otra derivada de la desconexión entre China y EE. UU. que amenaza la salud de la globalización adicional es la agresiva política industrial y de subsidios de ambos países, que puede adulterar la competencia con la industria del resto de los países.

En el caso de EE. UU., los grandes paquetes de estímulo público para impulsar las industrias verde y digital[3] están causando un fuerte repunte de la inversión manufacturera que, incluso en términos de volumen frente al PIB, se sitúa en el entorno de máximos de las últimas dos décadas. Este repunte de la inversión se está dirigiendo a la construcción de nuevas fábricas de la industria electrónica, lo que debería favorecer un crecimiento sostenido de la productividad en los próximos años.

En el caso chino, la política industrial se está concentrando en aumentar la producción de coches eléctricos, lo que le está permitiendo ganar una fuerte cuota de mercado en Europa. Esto está causando ya tensiones comerciales, y de hecho la Comisión Europea acaba de anunciar que abrirá una investigación sobre las subvenciones públicas que pueda estar recibiendo la producción de vehículos eléctricos en China y que podrían estar distorsionando el mercado comunitario. De ser así, la UE podría imponer unos mayores aranceles (que actualmente se sitúan en el 10%) a los automóviles chinos, en una muestra de los riesgos que el uso descoordinado de los subsidios públicos al desarrollo industrial suponen para la globalización (entre otros problemas).

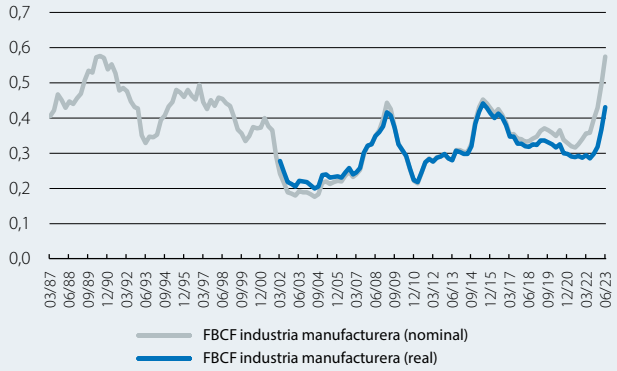
Si bien los datos agregados de comercio mundial no muestran aún una desglobalización radical, sino una paulatina ralentización fruto del agotamiento esperable de un proceso de apertura de mercados, hay cada vez más evidencia que apunta a una creciente fragmentación de la economía mundial en los últimos trimestres. Y aunque esta fragmentación podría llegar a tener efectos beneficiosos en algunas de las regiones del mundo menos involucradas en la globalización hasta ahora, como Latinoamérica, evitando con ello una caída significativa de los datos de comercio agregado, su efecto aún está por sentirse por completo. Lo que parece claro es que la globalización está mutando. El comercio de manufacturas no seguirá expandiéndose en las regiones donde lo hizo durante 30 años, aunque el comercio de servicios aún puede expandirse significativamente. O, al menos, podría hacerlo si el mercado global permanece relativamente unificado y conectado, algo para lo que cada vez hay más indicios que lo ponen en duda.

David del Val Gómez

3. Dispuestos en tres grandes leyes: la *Inflation Reduction Act*, la *Chips and Science Act* y la *Infrastructure Investment and Jobs Act*.

Efectos de la política industrial: inversión manufacturera en EE. UU.

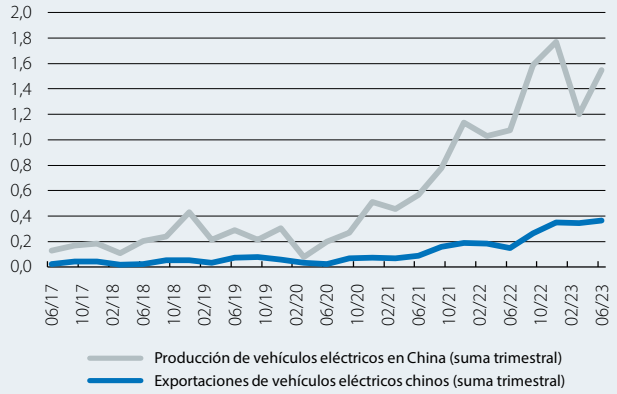
(% del PIB)



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

Producción y exportación de coches eléctricos en China

(Millones de vehículos)



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

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	07/23	08/23	09/23
Actividad									
PIB real	5,8	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,4	9,3	7,5	5,9	3,3	4,7	3,6	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	114,0	108,7	103,0
Producción industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	0,0	0,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,4	47,6	49,0
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.447	1.283	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	307	310	304	303	302	313,7	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	–3,1
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	60,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,8	–3,7	–3,6	–3,5	–3,1	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,2	3,7	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,7	4,3	...

JAPÓN

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Actividad									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	1,6	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	37,1	36,2	35,2
Producción industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	–2,4	–3,7	...
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	2,7	2,7	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,0	–2,7	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,1	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,3	4,3	...

CHINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
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	...	2,5	4,6	...
Producción industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	3,7	4,5	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,3	49,7	50,2
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	896	913	896	943	940	916,6	903,6	...
Exportaciones	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	–5,4	–15,4	–9,5	...
Importaciones	30,0	0,8	0,1	–6,7	–7,0	–6,7	–12,3	–7,3	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	–0,3	0,1	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	...
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	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	07/23	08/23	09/23
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	1,0	–0,5	–2,5	–2,4	–2,0	–1,0	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,9	2,2	3,4	2,0	0,3	–1,1	–2,2	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–15,1	–16,0	–17,8
Sentimiento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	94,6	93,6	93,3
PMI manufacturas	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	42,7	43,5	43,4
PMI servicios	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	50,9	47,9	48,7
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,5	...	1,9	1,6	1,6	1,3	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,6	7,5	7,3	...
PIB real *(variación interanual)*	5,8	3,4	2,3	1,7	1,1	0,5	–	–	–
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	07/23	08/23	09/23
General	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,3	5,2	4,3
Núcleo	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,3	4,5

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	07/23	08/23	09/23
Saldo corriente	3,1	–0,9	–0,4	–0,9	–0,6	0,0	0,5	...	...
Alemania	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	7,1	...	...
Francia	0,4	–2,0	–1,2	–2,0	–1,9	–1,8	–2,3	...	...
Italia	3,1	–1,2	–1,1	–1,2	–1,0	–0,4	–0,2	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	89,0	91,8	93,1	94,3	95,9	95,9	95,1

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	07/23	08/23	09/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	2,2	0,6	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,3	1,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,9	5,0	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	2,1	2,9	3,7	4,3	4,6	4,7	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	6,3	1,4	–3,9	–8,1	–10,5	–11,9	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	23,9	23,7	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	4,1	7,5	19,3	21,9	21,1	20,4	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,8	3,0	...

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.*

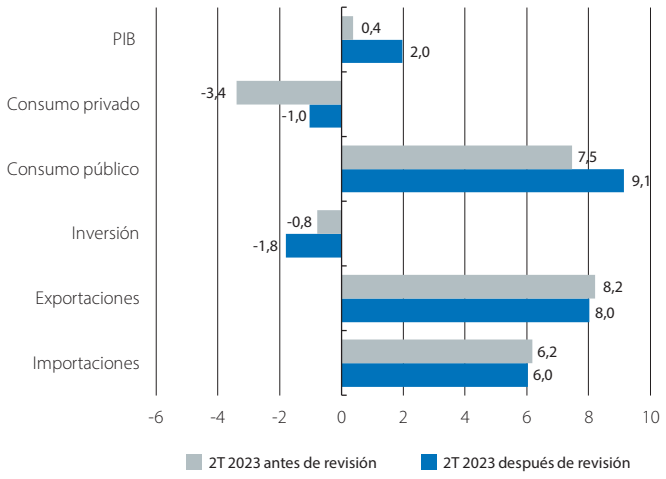
El crecimiento de la economía española se modera

La recuperación tras la pandemia fue más intensa de lo estimado con anterioridad a la vista de la revisión de los datos de PIB desde 2021 efectuada por el INE. Según la nueva senda de crecimiento, el PIB creció un 6,4% en el 2021, 0,9 p. p. más de lo estimado originalmente, y un 5,8% en el 2022, 0,3 p. p. más. Tras estos datos, el PIB alcanzó el nivel prepandemia del 4T 2019 en el 3T 2022, en lugar de en el 2T 2023. Asimismo, el INE ha revisado al alza el crecimiento intertrimestral del PIB del 1T y 2T 2023 en 0,1 p. p., hasta el 0,6% y el 0,5%, respectivamente. De este modo, el PIB en el 2T 2023 se sitúa un 2,0% por encima del nivel del 4T 2019, en lugar del 0,4% estimado anteriormente. Estas revisiones en el 2022 y en el primer semestre de 2023 nos llevan a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de este año en 1 décima, hasta el 2,4%.

Los últimos indicadores apuntan a una moderación del crecimiento en el 3T. Tras la salida del verano, nos encontramos con una economía en proceso de desaceleración respecto a los notables registros de crecimiento del primer semestre de 2023. Así, la creación de empleo en términos de afiliados a la Seguridad Social, aunque se mantiene en positivo, ha pasado de crecer de un ritmo superior al 1% intertrimestral en el 2T 2023 a tasas más moderadas, del 0,2% intertrimestral en el 3T 2023. En lo tocante al consumo, en el promedio de julio y agosto, las ventas minoristas han crecido un 0,8% con respecto al promedio del 2T 2023 (+1,9% intertrimestral en el 2T), lo que sugiere que el consumo ha seguido creciendo en el 3T, aunque a un ritmo más modesto que en el trimestre anterior. Asimismo, indicadores adelantados basados en encuestas, como los índices PMI, muestran que la debilidad que ha venido mostrando el sector manufacturero en los últimos trimestres se ha mantenido. En concreto, el PMI de manufacturas marcó 47,7 puntos en septiembre y se situó en territorio contractivo (por debajo del umbral de 50 puntos) por sexto mes consecutivo de la mano de un retroceso en la producción y los nuevos pedidos, mientras que el de servicios repuntó levemente en septiembre, hasta 50,5 puntos, situándose de nuevo en zona expansiva tras el paréntesis negativo del mes de agosto (49,3 puntos).

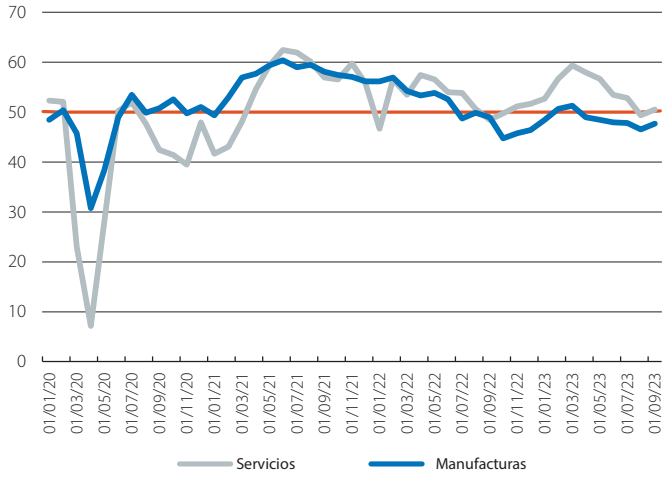
La creación de empleo se ralentiza en septiembre. En septiembre, los afiliados medios aumentaron en 18.294 personas, cifra inferior a la del año pasado (+29.286) pero que supera el promedio de un mes de septiembre (+14.300 de media en 2014-2019). Corrigiendo la estacionalidad, el empleo anota una subida de 12.921 afiliados, el avance más débil en los tres últimos meses. En cualquier caso, hay que valorar positivamente la capacidad de la economía española para seguir generando empleo en un contexto adverso. En cuanto al paro registrado, aumentó en septiembre en 19.768 personas, la segunda subida consecutiva que sitúa el número total de parados en 2,722 millones. Este aumento es superior al registrado en septiembre del año pasado (+17.679) pero inferior al promedio del periodo 2014-2019 (+21.801).

España: PIB y sus componentes
Variación 2T 2023 respecto a 4T 2019 (%)



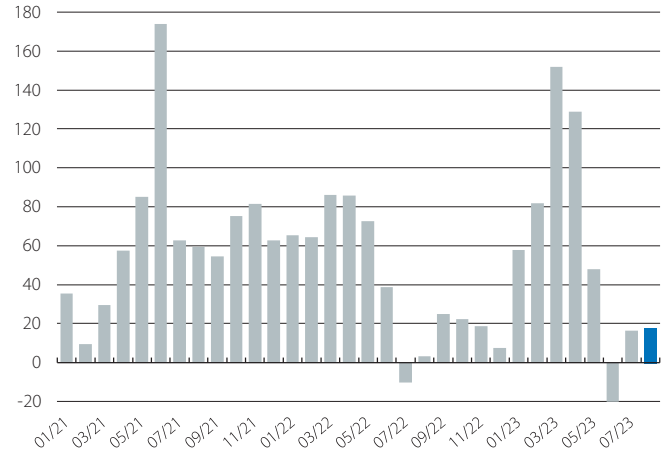
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: PMI
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social
*Variación intermensual (miles) **



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

La inflación general en España repunta en septiembre, en línea con lo esperado, por un efecto base en el componente energético, pero la subyacente continúa moderándose. El índice general de inflación provisional del mes de septiembre se situó en el 3,5% (0,9 p. p. más que en agosto). Por otro lado, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos frescos, se situó en el 5,8%, 0,3 p. p. menos que en agosto. La subida del índice general es debida a los precios de la electricidad y, en menor medida, a los carburantes. Ambos componentes registraron fuertes bajadas en septiembre de 2022.

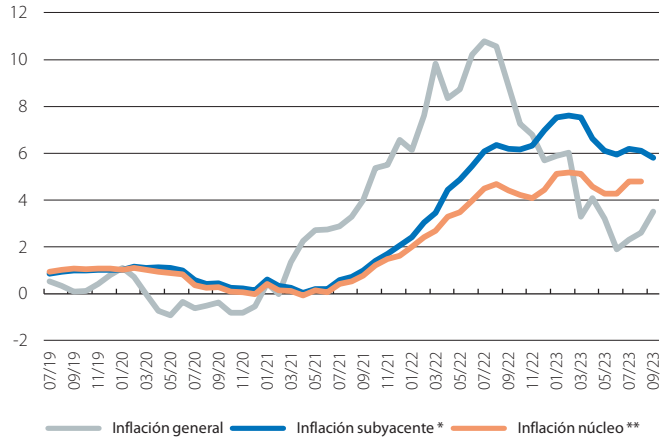
El precio de la vivienda avanzó de forma firme en el 2T. En particular, el valor de tasación de la vivienda libre siguió anotando crecimientos positivos en el 2T 2023, aunque el ritmo de avance fue más modesto que en el trimestre previo (0,3% intertrimestral frente al 2,2% del 1T). En términos interanuales, el crecimiento prácticamente se mantuvo (3,0% respecto al 3,1% del 1T). El precio de la vivienda está mostrando una notable resistencia a corto plazo a pesar de la fuerte alza de los tipos de interés, un aspecto que estaría ligado a la escasa oferta de vivienda en el mercado.

Repunte de la tasa de ahorro de los hogares merced al importante avance de la renta bruta disponible en el 2T. En concreto, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 20,1% de la renta bruta disponible en el 2T (dato estanco, sin corregir por estacionalidad). Se trata de un registro más alto que en el 2T 2022 (14,8%) y superior a los niveles prepandemia (17,1% en el promedio de los 2T 2015-2019). Este repunte corresponde a un crecimiento de la renta bruta disponible en el 2T (12,2% interanual) muy superior al del gasto de las familias (5,2%). En el acumulado de los últimos cuatro trimestres, la tasa de ahorro subió al 10,2% desde el 8,5% del trimestre anterior.

Los datos de ejecución presupuestaria hasta julio sitúan el déficit público español en el 2,2% del PIB. Así, el dato del déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales, fue similar al de julio de 2022 y al de julio de 2019 (ambos en el 2,0%). El gasto público consolidado, por su parte, repuntó en el acumulado hasta julio un notable 7,7% interanual y superó el aumento de los ingresos públicos (6,7%). Cabe destacar la desaceleración de los ingresos tributarios (+4,6% interanual en el acumulado hasta julio, frente al +6,1% hasta junio) por la caída en la recaudación de impuestos indirectos en julio (–6,6% interanual).

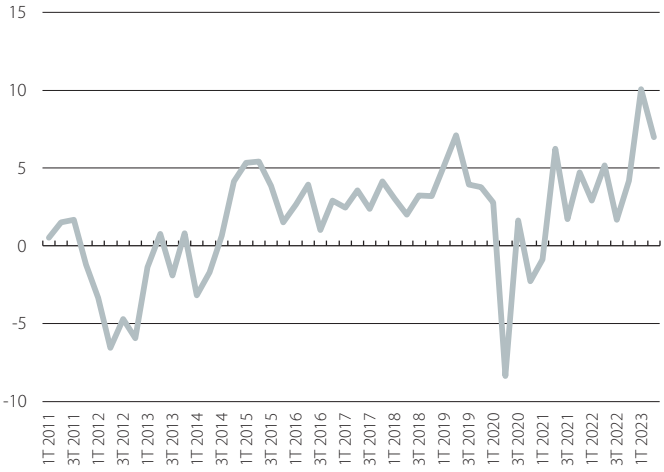
El sector turístico brilla con fuerza. El sector turístico sigue manteniendo una buena tendencia con un superávit acumulado de la balanza de servicios turísticos entre enero y agosto de 37.501 millones de euros, frente a los 27.695 millones de enero-agosto de 2022. El sector turístico se mostró sólido en agosto con la llegada en dicho mes de 10,08 millones de turistas extranjeros que gastaron 13.529 millones de euros. Estas cifras se sitúan un 0,45% por debajo del nivel registrado en el mismo mes de 2019 en el caso de llegadas (+2,6% en julio) y un 15,0% por encima en el caso del gasto (+16% en julio).

España: IPC
Variación interanual (%)



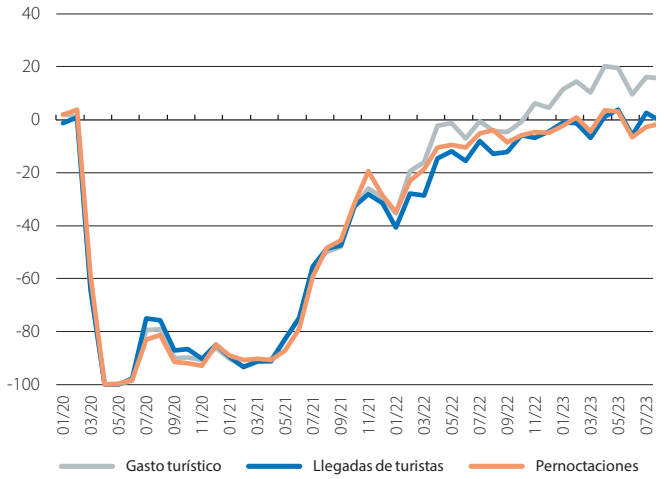
Notas: ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía. ** La inflación núcleo excluye alimentos y energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: renta bruta disponible
Variación interanual dato estanco (%)



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

España: turismo extranjero
Variación respecto al mismo mes de 2019 (%)



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

Nuevo escenario macroeconómico: el crecimiento económico en España se modera

En el último año y medio, nuestra economía se ha visto afectada por una hidra de tres cabezas. La hidra es el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania, y las tres cabezas son las distintas manifestaciones que conlleva este *shock*: una crisis energética, un fuerte episodio inflacionista y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria. La primera, salvando el repunte reciente del precio del petróleo, ya queda a nuestras espaldas. La segunda, aún la estamos atravesando. Y a la tercera ya empezamos a verle el rostro. Los próximos 12 meses es cuando se verá si la dosis de política monetaria será suficiente para domar la inflación y qué mellas dejará en la actividad. En este artículo presentamos nuestras perspectivas al respecto.

Breve repaso a las dinámicas recientes

Tras la salida del verano, nos encontramos con una economía en proceso de desaceleración con respecto a los notables registros de crecimiento del 1S 2023. Así, la creación de empleo, aunque se mantiene en positivo, ha pasado de crecer a tasas cercanas al 1% intertrimestral en el 1S 2023 a tasas más moderadas, del 0,1% intertrimestral, en lo que llevamos del 3T (ajustando, por supuesto, por efectos estacionales). Asimismo, indicadores adelantados basados en encuestas, como los índices PMI, muestran que a la debilidad que ha venido mostrando el sector manufacturero en los últimos trimestres se le ha añadido una pérdida de empuje del sector servicios. En agosto, tanto el PMI del sector manufacturero como el del sector servicios se emplazaron por debajo del umbral que marca crecimiento. Si bien no hay que sacar conclusiones apresuradas de tales lecturas, sí que son un indicio claro de desaceleración. A tenor de estos indicadores, nuestras estimaciones sugieren que el PIB podría crecer alrededor de un 0,2% intertrimestral en el 3T 2023, en comparación con las tasas de 0,5%-0,6% observadas en la primera mitad del año.

El contexto internacional tampoco está acompañando. Nuestros principales socios comerciales en la eurozona también muestran síntomas de desaceleración, y una combinación de factores de demanda y oferta han empujado de nuevo el precio del petróleo al alza desde mediados de julio. Si en el promedio de junio el precio del barril Brent se situó en los 75 dólares, en las dos primeras semanas de septiembre ya se emplazó cerca de los 91 dólares en promedio, una subida de algo más de un 20%. Este aumento del precio del petróleo ha tenido su reflejo en la evolución de la inflación, que desde junio ha vuelto a tomar una senda alcista, debido, en parte, al fuerte impulso del componente de los carburantes.

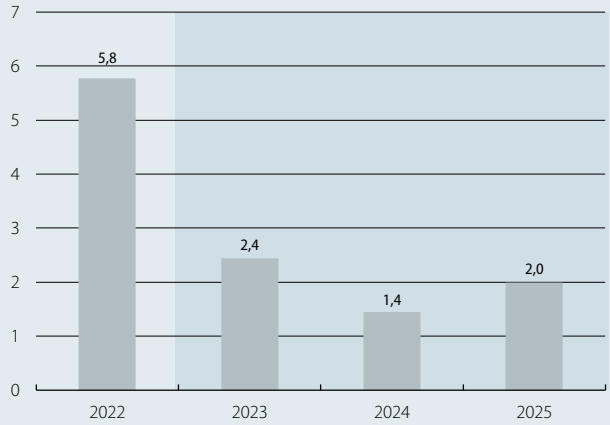
Cambios en los supuestos subyacentes del escenario: energía y tipos de interés

Ante un trasfondo de ralentización de la actividad, los supuestos acerca de la evolución del precio del petróleo y de los tipos de interés que subyacen tras las proyecciones de los escenarios también se han endurecido.

Las dinámicas recientes del mercado del petróleo nos han llevado a revisar al alza la proyección del barril Brent. Si en nuestro escenario de julio preveíamos un precio del petróleo alrededor de los 80 dólares por barril a finales de 2023 y que tomara un promedio de 78 dólares en 2024, en nuestro escenario actual prevemos que el 2023 cierre con un precio del petróleo en los 85 dólares y que tome un promedio de 81 dólares en 2024. Con todo, en vista de que el precio del Brent ha oscilado recientemente alrededor de los 95 dólares por barril, los riesgos en torno a la previsión están sesgados al alza.

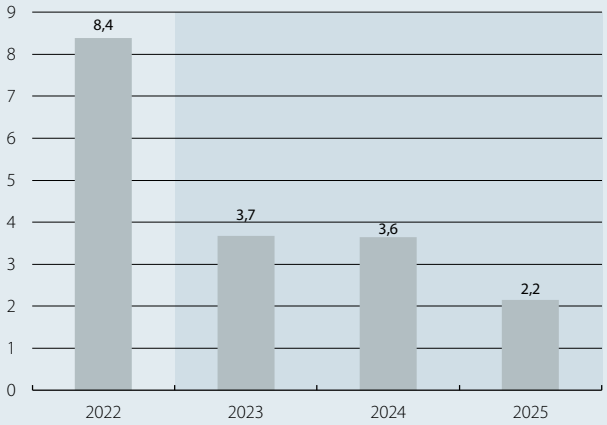
Por su parte, la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) de la eurozona, la variable clave a seguir por parte del BCE, se mantiene en cotas demasiado altas (5,3%) y la

España: previsión de crecimiento del PIB
Variación anual (%)



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

España: previsión de inflación
Variación anual (%)



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

velocidad a la cual se está desacelerando es, a juicio de la máxima autoridad monetaria europea, insuficiente. De este modo, en su última reunión de septiembre, el BCE subió el tipo *depo* al 4,0% (y el tipo de refinanciación, al 4,5%), y señaló que, si bien probablemente no seguiría subiéndolos, sí que mantendría este nivel de tipos por un periodo extendido de tiempo con tal de asegurar la convergencia de la inflación a su objetivo de medio plazo del 2%. De este modo, la expectativa del mercado es que el BCE no empiece a bajar tipos hasta la segunda mitad del 2024 y que, entonces, lo haga de manera gradual. Nuestra propia previsión es que los tipos de referencia del banco central se mantendrán en los niveles actuales hasta finales del verano del año que viene. Anticipando este punto de inflexión, es lógico esperar que los tipos de mercado como el euríbor a 12 meses se sitúen a principios de 2024 por debajo de sus niveles actuales y encaren una tendencia bajista.

Perspectivas

Ante este trasfondo, prevemos que la economía española atravesará durante los próximos dos trimestres un periodo de crecimiento modesto, con tasas de avance del PIB que rondarán el 0,3% intertrimestral, afectada principalmente por el impacto del aumento de los tipos de interés que se han ido produciendo desde julio de 2022 y por la marcada debilidad de nuestros principales mercados exportadores.[1] Aunque el sector turístico seguirá siendo un motor de crecimiento, su aportación ya no será tan elevada como en los últimos trimestres al haberse alcanzado ya cotas de actividad iguales o superiores a las de 2019. De este modo, se espera que sea la demanda interna la que más aporte al crecimiento en estos próximos trimestres.

La demanda interna, aunque se ve afectada por el impacto de la subida de tipos de interés, gozará de algunos elementos de apoyo. En primer lugar, con un ritmo de crecimiento del empleo que suponemos que se sitúe, en el 2024, en el entorno del 1,5% y con salarios creciendo en la horquilla del 3%-3,5%, de acuerdo con las pautas recomendadas por los agentes sociales, prevemos que la renta bruta disponible de las familias crezca por encima de la inflación (previsión del 3,6% en el promedio del año), a pesar del progresivo aumento de los pagos netos de intereses.[2] Cabe recordar que, en un entorno de presiones sobre el coste de vida, el hecho de que la economía siga generando empleo ya constituye de por sí solo un importante apoyo para la actividad, al dotar de certidumbre a los hogares. En segundo lugar, se espera que los fondos europeos NGEU sigan ofreciendo apoyo al crecimiento y, en particular, a la inversión. En concreto, prevemos que los fondos podrían contribuir cerca de 0,4 p. p. al crecimiento del PIB en el 2024 bajo el supuesto de una cierta aceleración del ritmo de ejecución.

Por su parte, las dinámicas de la inflación deberían ser de moderación. Para entender este proceso de moderación, resulta de utilidad dividir el episodio inflacionista de los últimos dos años en tres fases. En una primera fase, se materializó el impacto directo del fuerte aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Este *shock*, aunque no ha finalizado por completo, sobre todo por la vertiente de los alimentos y, más recientemente, por el repunte del precio del petróleo, sí que ya ha cursado gran parte de su recorrido. En una segunda fase, más predominante en el tramo final de 2022 y en el 2023, se ha materializado el efecto contagio del aumento de los costes de los insumos energéticos y de los alimentos sobre otros productos. Si bien pensamos que estos efectos indirectos aún no se han agotado, tampoco habría mucho más margen de recorrido. Finalmente, en tercer lugar, están los temidos efectos de segunda ronda, que podrían insuflar una elevada persistencia a las dinámicas de la inflación. Estos efectos capturan el impacto de un posible desacople de las expectativas de inflación a medio plazo y del círculo vicioso que pueden originar fuertes alzas salariales o de márgenes empresariales sobre los precios. Dado que los datos disponibles hasta la fecha no muestran señales preocupantes en estos aspectos, nuestro escenario supone un impacto limitado de los efectos de segunda ronda. De este modo, en la medida que el impacto directo ya se ha, en gran parte, desvanecido, que el efecto contagio se vaya agotando en lo que queda de 2023 y el 2024 y que apenas se esperan efectos de segunda ronda, deberíamos presenciar una moderación de las tasas de inflación a lo largo del 2024.

Con todo, nuestra previsión es que la inflación en 2024 en promedio anual se mantenga en cotas similares a las de 2023 (3,7% en 2023 y 3,6% en 2024). Esto se debe al impacto de la retirada, que se espera que tenga lugar a principios de 2024, de las medidas fiscales que se implementaron para hacer frente al aumento de precios de la energía y los alimentos (IVA de electricidad y alimentos y bonificación del transporte público). La retirada de estas medidas estimamos que añadirán alrededor de 1 p. p. a la inflación general durante el 2024. Sin embargo, si nos fijamos en la previsión de la inflación subyacente (aquella que excluye energía y alimentos no procesados), la previsión es de moderación gradual: de un 6,1% en el promedio de 2023 a un 3,1% en el promedio de 2024.

En su conjunto, prevemos que la economía, tras crecer un 2,4% en el 2023, modere su ritmo de crecimiento hasta el 1,4% en el 2024, con un perfil de menos a más a lo largo del ejercicio. Esta previsión para 2024 es 0,3 p. p. inferior a la contemplada en nuestro escenario anterior, debido al impacto del cambio en los supuestos que subyacen tras el escenario. Ya en el 2025, de la mano de la bajada gradual de los tipos de interés y de la convergencia de la inflación a su objetivo del 2%, la economía española debería encauzar una senda de crecimiento más acorde a su ritmo de crecimiento potencial y que sitúa la previsión de crecimiento en el 2%.

Oriol Carreras

1. Prevemos que el PIB de la eurozona apenas crezca un 0,7% en 2024.
2. Prevemos que la renta bruta disponible, incluido el impacto del aumento de los pagos de intereses, crezca un 5,3% en el 2024.

Productividad en España: mucho trecho por mejorar

La productividad se define a menudo como un «ingrediente mágico», la principal fuente de prosperidad económica a medio plazo. Sin embargo, la productividad no es un ingrediente, sino un resultado, y hablamos poco de su naturaleza y sus fundamentos. Vamos a ver qué se entiende por productividad, cómo medirla y la posición de España en el contexto internacional. Este Focus inaugura así una colección de artículos de cariz estructural sobre los fundamentos de la economía española que tendrán continuidad en los informes mensuales de los próximos meses.

De forma sencilla, la productividad es el nivel de *output* generado con un determinado nivel de *inputs*. Una combinación o gestión óptima de los recursos (*inputs*) significa más eficiencia, llevará a una mayor productividad y, en última instancia, permitirá la creación de una mayor riqueza.

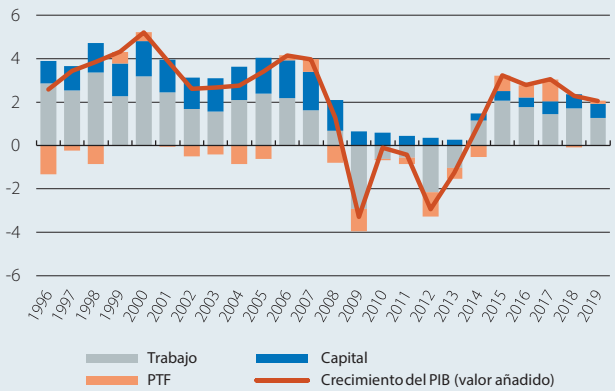
El trabajo es uno de los factores productivos más importantes y la relación de la cantidad del factor trabajo utilizado para generar una unidad de PIB es la más ampliamente empleada para medir la productividad. El indicador elaborado por Eurostat que divide el PIB de una economía entre las horas trabajadas (la llamada productividad aparente del trabajo) expresa el valor creado por unidad de trabajo utilizado (hora de trabajo), y es más preciso que las medidas que relacionan el *output* con el número de trabajadores.

El problema de esta medida es que se puede ver contaminada por varios elementos. Por ejemplo, si una economía dota de más capital a sus trabajadores, estos producirán más y la productividad aparente del trabajo subirá. Pero este aumento de productividad será debido a la acumulación de capital, no a que estos trabajadores, a igual capital y resto de condiciones, sean más productivos. Para evitar esta confusión, aparece el concepto de la productividad total de los factores (PTF). Esta variable captura el aumento de la producción que no es debido a un aumento de la acumulación de otros factores de producción, como pueden ser el capital, el trabajo, etc. Es una medida más limpia de productividad pero más difícil de medir, puesto que no es directamente observable.

En los últimos años, el crecimiento de la economía española ha venido determinado por una elevada contribución del factor trabajo, dada la abundancia de mano de obra que tradicionalmente ha caracterizado a nuestra economía, en tanto que la contribución de la productividad ha sido más moderada. Así, el crecimiento promedio de la economía española en 2014-2019 fue del 2,4% en términos reales, que se desglosa en un crecimiento del factor trabajo del 1,6%, del 0,5% para el factor capital y de solo el 0,3% en el caso de la PTF (véase el primer gráfico).

España: desglose del crecimiento del PIB, contribuciones de los factores

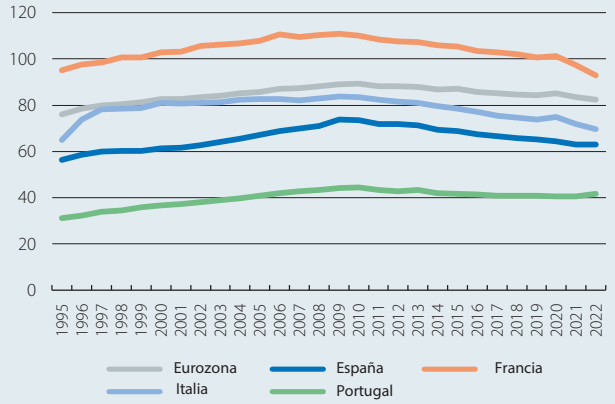
(p. p.)



Nota: *PTF equivale a productividad total de los factores.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de EUKLEMS.*

Productividad por hora trabajada en relación con Alemania

Índice (100 = Alemania)



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

Si nos centramos en la productividad aparente del trabajo de España, métrica para la que existen datos más recientes que para la PTF, su crecimiento promedio entre 2014 y 2022 en términos reales fue del 0,3%, inferior al 0,9% del conjunto de la UE. Adentrándonos en una comparativa internacional, se observa (véase el segundo gráfico) que existe una brecha importante entre el nivel de productividad español y el de la eurozona y las principales economías europeas. En 2022, el PIB nominal por hora trabajada en España (datos que ya tienen en cuenta la revisión de la serie histórica del PIB de España acometida en septiembre de 2023) era un 76% del valor registrado en la eurozona y solamente el 63% de Alemania. Más preocupante que la distancia existente es constatar que esta brecha apenas se ha reducido en las últimas dos décadas (en el año 2000, el PIB por hora trabajada español era un

74% del valor registrado en la eurozona y el 61% del de Alemania).

¿Qué explica estas diferencias? Una de las claves de la productividad radica en la calidad del capital humano de una economía. Los trabajadores con un nivel educativo más alto y técnicamente más cualificados son más productivos. Según constata un estudio del Banco de España (véase el tercer gráfico), existe un déficit significativo en el nivel de formación de los trabajadores y de los empresarios españoles con respecto al promedio de la eurozona.[1]

Por otro lado, un aspecto clave para la productividad es el tamaño de las empresas. En España, el nivel de productividad de las grandes empresas es más del doble que el de las microempresas. Sin embargo, el peso de las empresas de tamaño mediano o grande en la economía española es menor que en otros países. En España, alrededor del 35% de la ocupación está en empresas de más de 50 empleados, una proporción que se sitúa en el 66% en Alemania. España necesita potenciar más el crecimiento de sus microempresas y pymes.

Varios estudios destacan que las grandes empresas tienen una mayor propensión a invertir en activos intangibles y subrayan esta inversión como catalizador del aumento de la productividad.[2] Entre los intangibles que contribuyen a una mejora de la productividad se encuentran, por ejemplo, los modelos de gestión y de eficiencia organizacional, el *marketing*, el valor de la marca, las bases de datos, la formación específica desarrollada internamente o el *software*. En economías altamente desarrolladas y cerca de la frontera tecnológica, estos aspectos son aún más determinantes en el crecimiento de la productividad. Así, cuando hablamos sobre el futuro de la productividad en España es fundamental analizar el peso de la inversión en investigación y desarrollo en la economía. En concreto, el porcentaje del PIB asignado a investigación y desarrollo (véase el quinto gráfico) es en España del 1,3% del PIB, claramente por debajo del promedio del 2,0% en la eurozona.

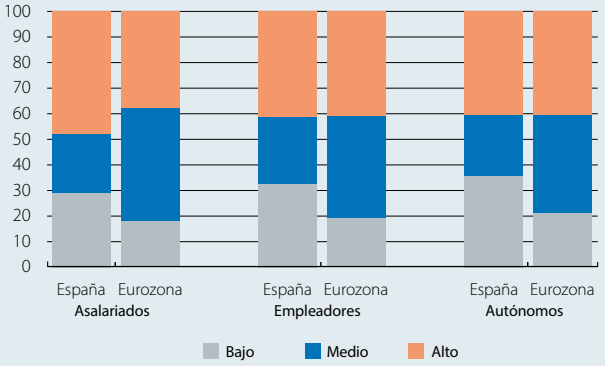
En suma, la mejora sustancial de la productividad en la economía española exige poner el énfasis, entre otras palancas, en la educación, el tamaño empresarial y la innovación.

Javier Garcia-Arenas

1. Véase Gavilán, Á. (2022). «El crecimiento de la productividad en la economía española: ¿síntoma o problema?». Jornadas CEPYME: *El problema de la productividad en la empresa español.*
2. Véase Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. *et al.* (2018). «Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth». Journal of Infrastructure Policy and Development.

España y eurozona: distribución por nivel educativo de los ocupados (2019)

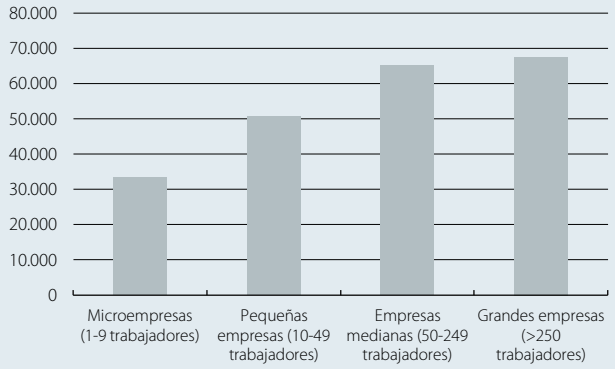
(%)



Fuente: *Banco de España, a partir de datos de Eurostat.*

España: valor añadido por trabajador según tamaño empresarial

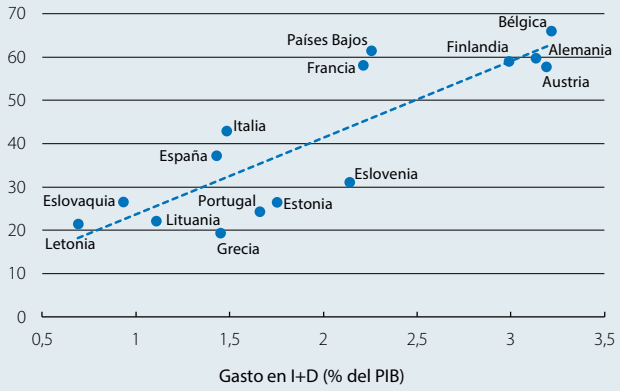
(Euros)



Nota: *Año 2021.*
Fuente: *OECD Compendium of Productivity Indicators 2023.*

Productividad por hora trabajada

(Euros)



Nota: *Año 2021.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y de Eurostat.*

El sector agroalimentario español se abre paso en una coyuntura adversa[1]

En 2022, la producción vegetal española anotó una fuerte caída en volumen (–13,6%), lo que quebró la senda ascendente de los años anteriores. Si bien el retroceso fue generalizado en todos los cultivos y países europeos, la caída en España fue superior a la del conjunto de la UE (–4,6%). El sector agroalimentario español no solo tuvo que hacer frente al fuerte incremento de los costes de producción iniciado en 2021 con la reapertura de la economía tras la pandemia y acrecentado con la guerra de Ucrania sino que, además, se ha visto impactado por la prolongada sequía que padece la península ibérica.

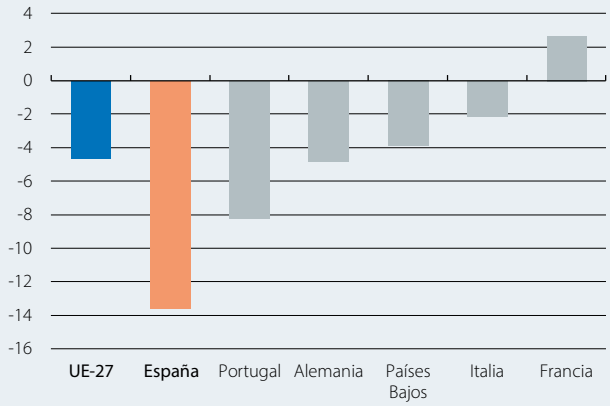
Las estimaciones de la cosecha de 2023 vuelven a ser especialmente negativas para nuestro país, en contraste con una evolución más positiva para el promedio de la UE. La producción de cereales de invierno sería de las más afectadas, con unos 9 millones de toneladas (Mt) en 2023 (frente a 14,4 Mt en 2022 y 19,3 Mt en 2021),[2] lo que implica una caída de los rendimientos de los cereales muy significativa (superior al 30%), en contraposición con el mejor desempeño para el promedio de la UE.[3] La producción de aceite de oliva también ha sufrido un importante descenso y ha pasado de 1.489.351 toneladas de la pasada campaña a las 675.093 toneladas de la campaña 2022-2023, lo que supone un 55% menos de producción y que explicaría la importante alza de su precio.[4]

La moderación de los costes de producción ayudará a contener la inflación de los alimentos

Las perspectivas son algo más favorables en lo que respecta a los costes de producción del sector, gracias al notable descenso de las cotizaciones de las materias primas agrícolas y de los precios de la energía en los mercados internacionales respecto a los niveles récord del año pasado.[5] El índice de precios de materias primas agrícolas del Banco Mundial ha descendido un 31,5% entre el máximo que alcanzó en mayo de 2022 y agosto de 2023 (último dato disponible). Es remarcable que, a pesar de que Rusia anunciara en julio que no prorrogaría el Acuerdo sobre cereales del Mar Negro, los precios de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales se han mantenido bastante estables desde entonces. Ello se debe, en gran medida, a la ralentización de la actividad económica mundial, especialmente en China, la reorientación del comercio internacional de materias primas desde otros productores y unas previsiones muy positivas de producción agrícola mundial para el próximo año.

España y UE: producción vegetal

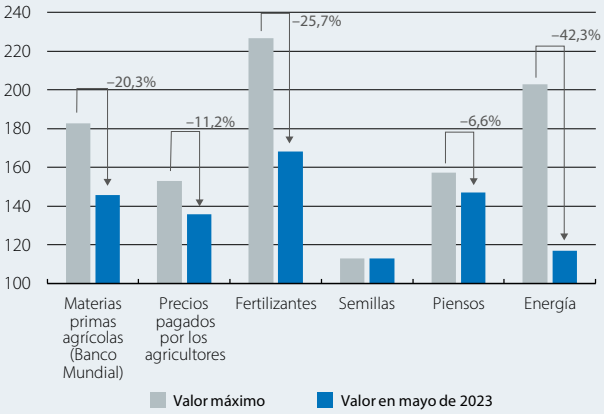
Variación en 2022 (%)



Nota: *Variación a precios constantes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MAPA.*

España: costes de producción del sector agrario

Índice (100 = 2019)



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

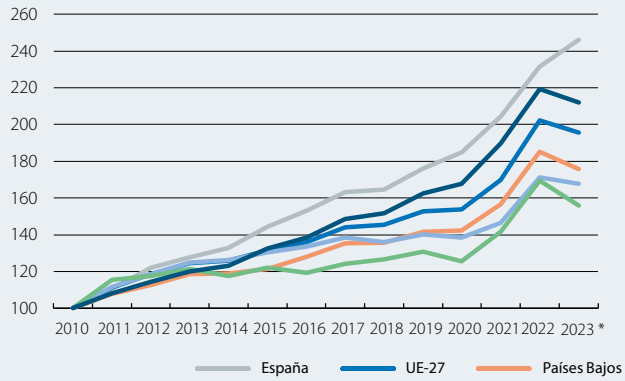
Este descenso global de precios empieza a percibirse en los precios que pagan los agricultores en España. Los costes de los *inputs* agrarios han descendido un 11,2% entre agosto de 2022 (cuando alcanzaron su valor máximo) y mayo de 2023 (último dato disponible), sobre todo los energéticos (–42,3%) y los fertilizantes (–25,7%). A pesar de este descenso, los costes aún son alrededor de un 35% superiores al promedio de 2019.

No obstante, la caída del precio del pienso, que es el componente que más pesa en la estructura de costes del sector primario (54,4% del total en 2022) es todavía muy limi-

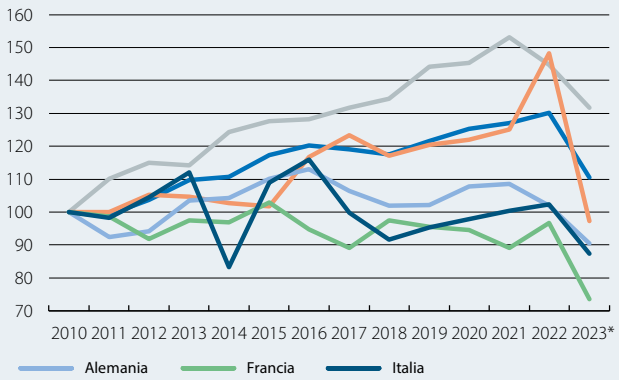
1. Para un análisis más detallado, véase el *Informe Sectorial Agroalimentario de 2023*.
2. Véase Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. «Avance de Superficies y producciones de cultivos», mayo de 2023.
3. Véase «Crop monitoring in Europe», JRC MARS Bulletin, vol. 31, n.º 8, 21 de agosto de 2023.
4. Véase MAPA. «Avance de la situación de mercado del sector del aceite de oliva, aceituna de mesa y aceite de orujo de oliva. Campaña 2022/2023», agosto de 2023.
5. La reciente alza del precio del petróleo, si acaba siendo más persistente de lo esperado, podría limitar el descenso de los costes energéticos.

España: exportaciones agroalimentarias

Valor (100 = 2010)



Volumen (100 = 2010)



Nota: ** Hasta junio.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex y de Eurostat.*

tada (–6,6% desde el máximo de noviembre de 2022). Dado que España importa aproximadamente la mitad del cereal destinado a la alimentación animal, el descenso del precio de los cereales en los mercados internacionales debería ayudar a contener la factura de alimentar al ganado en los próximos meses.

La moderación de los costes de los insumos del sector agrario debería aliviar las presiones inflacionistas sobre los precios de los alimentos que paga el consumidor final. En agosto de 2023, el IPC de los alimentos subió un 10,1% interanual, una tasa todavía inusualmente elevada, pero que representa una considerable moderación respecto al avance máximo del 15,7% registrado en febrero de 2023. Ello, junto con la paulatina recuperación del poder adquisitivo de los hogares en los últimos trimestres, debería dinamizar la demanda de alimentos de los hogares.

La competitividad del sector agroalimentario español se mantiene, pese a las inclemencias de la coyuntura

Un aspecto que preocupa actualmente es el impacto que pueda tener el alza de costes en la competitividad del sector agroalimentario. Sin embargo, cuando comparamos la evolución de las exportaciones agroalimentarias españolas con la de las otras potencias europeas (Francia, Italia, Alemania y los Países Bajos) observamos que España ha tenido una evolución relativamente positiva.

Las exportaciones agroalimentarias españolas en términos de valor han seguido creciendo con fuerza durante los últimos dos años, condicionadas por los altos precios de la mayoría de los productos en los mercados internacionales. En cambio, en volumen, acumulan retrocesos del 5,5% en 2022 y del 9,1% en 2023 (interanual hasta junio), si bien estos descensos han sido menos acusados que en los principales países europeos o la UE en su conjunto (–15,1%).

Otra prueba más de la fortaleza de nuestro sector agroalimentario es la elevada cuota en el comercio mundial y su buena evolución relativa a lo largo del tiempo. Con datos de 2021 (últimos disponibles de la OMC), ocupamos el séptimo lugar del *ranking* global de exportadores y el cuarto entre los países europeos (por detrás de los Países Bajos, Alemania y Francia, pero por delante de Italia), con el 3,8% de las exportaciones mundiales, una cuota muy superior a la que nos corresponde en el comercio total de bienes (1,7%).

Además, desde 2010 hemos mejorado la cuota mundial en exportaciones agroalimentarias (+0,3 p. p.), un hecho muy destacable si se compara con otras potencias, en especial EE. UU., que ha perdido en este periodo 0,8 puntos de cuota, Francia (–1,2 puntos) o los Países Bajos (–1,1 puntos). Si centramos el análisis en el *top* 5 de las potencias europeas, las exportaciones españolas ganan peso, al pasar del 10,9% en 2010 al 16,1% en 2023 (con datos hasta junio).

En definitiva, la producción del sector agrario español retrocedió de forma marcada en 2022 y las estimaciones apuntan a que ha vuelto a descender en 2023, debido al fuerte aumento de costes y a los efectos del cambio climático, uno de los grandes retos a los que se enfrenta el sector. Sin embargo, a pesar de la caída de la producción, las exportaciones agroalimentarias han evolucionado relativamente bien y los indicadores de competitividad del sector no parecen haberse resentido en demasía por el momento.

Judit Montoriol y Sergio Díaz

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	07/23	08/23	09/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	4,7	0,8	1,4	–1,7	–1,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,6	–0,9	–5,0	–5,3	–4,4	–5,3	–9,6	–6,5	–8,8
PMI de manufacturas (*valor*)	57,0	51,0	49,2	45,6	50,1	48,5	47,8	46,5	47,7
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	...	...	...
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	31,5	25,9	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	52,5	51,0	50,8	56,3	56,0	52,8	49,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	0,2	1,9	6,7	6,1	7,3	7,2	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	–3,0	3,1	2,6	45,5	9,9	10,7	7,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–12,9	–26,5	–32,9	–28,1	–22,7	–18,9	–11,6	–15,1	–20,2
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	2,7	2,8	2,7
PIB	**6,4**	**5,8**	**5,4**	**3,8**	**4,2**	**2,2**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
General	3,1	8,4	10,1	6,6	5,1	3,1	2,3	2,6	3,5
Subyacente	0,8	5,1	6,2	6,5	7,6	6,2	6,2	6,1	5,8

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	07/23	08/23	09/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	21,2	22,9	23,3	22,9	20,5	12,3	10,2	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	24,8	33,4	38,1	33,4	24,0	10,7	7,1	...	...
Saldo corriente	**11,5**	**7,3**	**6,1**	**7,3**	**21,5**	**28,8**	**31,0**	**...**	**...**
Bienes y servicios	17,9	18,5	14,4	18,5	34,1	43,3	45,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	–6,4	–11,2	–8,3	–11,2	–12,6	–14,5	–14,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**22,4**	**19,2**	**18,0**	**19,2**	**35,1**	**42,7**	**44,8**	**...**	**...**

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	07/23	08/23	09/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	5,3	3,8	1,7	0,4	–0,5	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	8,2	5,0	0,3	–4,0	–6,6	–7,2	...
A plazo y preaviso	–24,4	–19,7	–19,2	–7,3	7,7	40,1	63,4	69,9	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	6,6	–3,2	7,4	6,8	12,3	6,9	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,4**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	1,3	0,5	–0,9	–2,2	–3,0	–3,5	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	2,4	0,9	–1,0	–2,7	–3,9	–5,0	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	1,1	0,2	–1,2	–2,4	–3,3	–3,4	...
Hogares - otras finalidades	–1,2	–0,6	–0,9	–0,1	–0,1	–0,4	0,1	0,2	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	–3,5	–1,1	–0,2	–3,3	–5,1	–4,5	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,2**	**–3,6**	**...**
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.*

La economía portuguesa, de más a menos a lo largo de 2023

El INE revisó al alza la serie del PIB, de modo que el crecimiento en 2021 y 2022 se elevó hasta el 6,2% y 6,9%, respectivamente. Si bien la economía mostró un comportamiento muy positivo en la primera parte de este año, con un crecimiento medio del PIB del 0,8% intertrimestral, la ralentización que comienzan a reflejar los principales indicadores de actividad, al ir acusando con mayor intensidad el impacto de la subida de tipos, nos lleva a recortar en 2 décimas nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2023, hasta el 2,4%.

Los indicadores relativos al 3T muestran que la economía prolonga la senda de crecimiento, aunque a un ritmo amortiguado: las ventas de coches siguen dinámicas, pero han caído respecto al trimestre anterior, y los indicadores de clima de confianza se han debilitado.

Aunque los datos del mercado laboral se mantienen en niveles positivos, algunos indicadores sugieren un comportamiento menos dinámico. La tasa de paro se redujo 0,1 p. p., hasta el 6,2%, en agosto y la ocupación aumentó un 0,1% mensual y un 1,3% interanual, hasta rozar los 4,95 millones, el nivel más alto de la serie mensual del INE, que arranca en 1998. Sin embargo, otros indicadores de agosto muestran una evolución menos positiva: (i) el paro registrado aumentó por segundo mes consecutivo (4,4% interanual), (ii) el número de despedidos superó los 3.600 y (iii) las ofertas de empleo disminuyeron en agosto un 24,7% interanual, hasta 16.034.

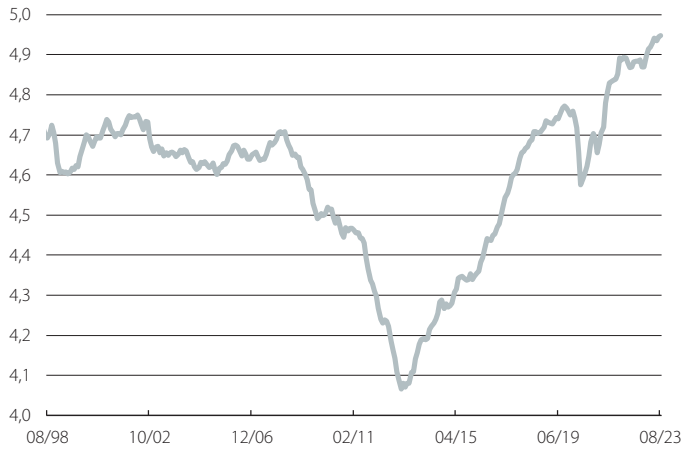
La inflación retoma la senda bajista en septiembre. La inflación general bajó hasta el 3,6% (3,7% anterior) y la subyacente hasta el 4,1% (*vs.* 4,5%). Revisamos ligeramente a la baja nuestra previsión de inflación media en 2023 (del 4,7% al 4,6%) teniendo en cuenta el mantenimiento de la medida IVA cero sobre una cesta de productos alimentarios hasta finales de este año. El principal riesgo para los próximos meses seguirá siendo la presión en el frente energético, ante los recortes en la producción de crudo en Arabia Saudí y Rusia.

La capacidad de financiación de la economía mejoró en el 2T. En términos acumulados de 12 meses hasta junio, la capacidad de financiación se situó en el 1,6% del PIB, destacando la recuperación del sector privado no financiero de 7 p. p. respecto al trimestre anterior: las empresas redujeron sus necesidades de financiación hasta el 1,3% del PIB, debido a la mejora del excedente bruto de explotación, mientras que las familias mejoraron su capacidad hasta el 0,5% del PIB, gracias al mayor ahorro generado. Para el conjunto de 2023, prevemos que la economía registre capacidad de financiación, algo que no ocurría desde 2019.

Los precios de la vivienda sorprenden al alza en el 2T 2023. El IPH del INE muestra que los precios crecieron un significativo 3,1% intertrimestral en el 2T 2023, un ritmo que no se observaba desde hacía un año. Por primera vez, el valor medio de las viviendas transmitidas superó los 200.000 euros, incluso en un contexto de fuerte caída de las transacciones (–3% intertrimestral y –23% interanual). Esta dinámica introduce riesgos al alza en nuestra previsión actual de crecimiento de los precios medios para este año (4%).

*Portugal: población ocupada **

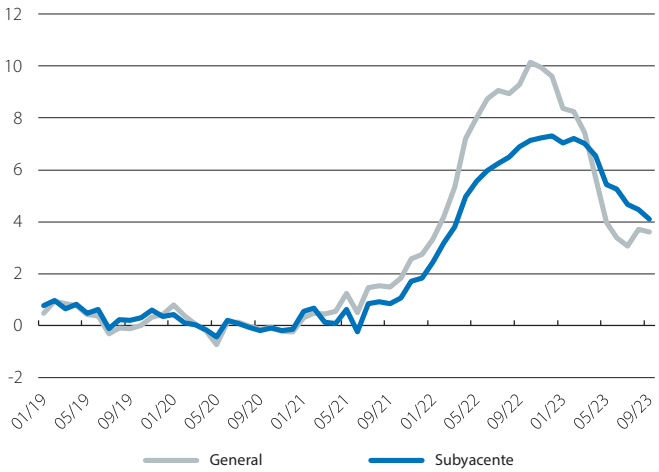
(Millones de personas)



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

Portugal: IPC

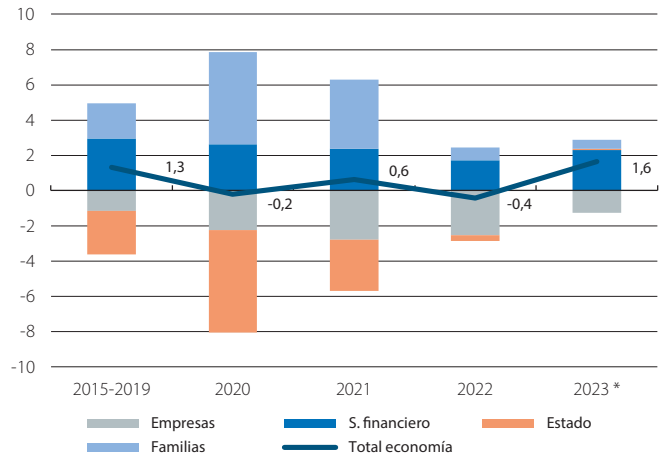
Variación interanual (%)



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

Portugal: capacidad de financiación de la economía

(% del PIB)



Nota: ** Datos hasta junio.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Índice coincidente de actividad	3,5	5,7	4,1	3,9	4,1	...	4,3	4,3	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	–0,3	1,0	–5,0	...	–3,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–5,3	–3,4	–6,3	–5,0	–5,6	–9,4	–8,9	–9,6	–9,7
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	13,6	8,8	–3,0	...	–7,7	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	–16,0	–20,8	–22,9	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	...	7,6	8,8	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	...	38,5	30,5	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	8,2	6,3	2,8
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	...	3,8	–0,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	4,0	2,0	2,4	3,2	...	3,7	3,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–17,2	–29,7	–37,0	–35,1	–29,4	–22,8	–23,7	–21,9	–22,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,3	1,3	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,3	6,2	...
PIB	**5,7**	**6,8**	**3,4**	**2,5**	**2,5**	**...**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,1	3,7	3,6
Subyacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,7	4,5	4,1

Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	8,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	9,3	...	...
Saldo corriente	**–1,6**	**–2,8**	**–2,8**	**–1,2**	**1,5**	**...**	**1,9**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–5,5	–4,7	–4,7	–2,8	–0,3	...	–0,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	2,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**2,1**	**–0,5**	**–0,5**	**1,5**	**4,5**	**...**	**5,1**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	6,4	0,5	–2,1	...	–2,3	–2,2	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	7,3	–3,1	–9,0	...	–9,6	–10,5	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	...	8,0	9,5	...
Depósitos de AA. PP.	–4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	...	6,5	2,4	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**...**	**–2,0**	**–2,0**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	2,9	1,8	1,8	0,0	–1,2	...	–1,4	–1,7	...
Empresas no financieras	2,2	–0,4	–0,4	–2,1	–3,5	...	–3,5	–3,6	...
Hogares - viviendas	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	...	–0,4	–0,7	...
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	...	0,4	–0,1	...
Administraciones públicas	3,8	–2,7	–2,7	–2,0	0,6	...	–3,0	–2,1	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**1,7**	**–0,1**	**–1,1**	**...**	**–1,5**	**–1,7**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**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:

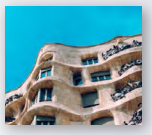
Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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 Sectorial Agroalimentario 2023

El sector agroalimentario español está sufriendo los efectos de la sequía prolongada y la fuerte alza de los costes de producción. Aun así, el sector ha mostrado una tendencia de crecimiento moderado que prevemos que se mantenga en los próximos trimestres.

Informe Sectorial de Turismo 1S 2023

El sector turístico está siendo una fuente de buenas noticias para la economía española en lo que va de 2023, mostrando una gran resiliencia ante el entorno inflacionista a la incertidumbre macroeconómica de los principales mercados emisores.

Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2023

El mercado inmobiliario español se está desacelerando, aunque a un ritmo más suave de lo esperado, y sigue contando con importantes apoyos pese a que seguimos esperando un ajuste de las compraventas y una ralentización del crecimiento del precio de la vivienda.

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