El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes
Abril 2023

Calma tensa en la fase final del *shock* inflacionista

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Calma tensa en la fase final del *shock* inflacionista. Entramos en la fase final del ***shock*** inflacionista. La normalización de las cadenas de valor globales y la moderación de los precios de la energía finalmente están permitiendo una gradual disminución de la inflación. Si los efectos indirectos y de segunda ronda que han desencadenado el ***shock*** son contenidos y se van suavizando en los próximos meses según lo previsto, los tipos de interés ya no deberían aumentar mucho más. De todas formas, el impacto del aumento de los tipos de interés se suele transmitir de forma gradual al conjunto de la economía, por lo que durante los próximos trimestres se deberá seguir con atención cómo evolucionan los pilares de la actividad económica en los principales países desarrollados. Las turbulencias financieras de las últimas semanas en EE.UU. son un toque de atención en este sentido.

Los bancos centrales superan la prueba. La decisión que debían tomar los principales bancos centrales tras las turbulencias generadas por Silicon Valley Bank y Credit Suisse no era fácil. Tras varias semanas apuntando un alza notable de los tipos de interés, un cambio brusco de su discurso habría alimentado los temores de una eventual crisis financiera. Pero si hubieran mantenido sin cambios el tono de las últimas semanas, también habrían podido alimentar las dudas sobre la resistencia de

la economía a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras. Finalmente, tanto el BCE como la Fed siguieron incrementando los tipos de referencia, pero indicaron que de ahora en adelante las decisiones se tomarán en función de la evolución de la economía y de las presiones inflacionistas. Ello apunta a que todavía se pueden producir algunos movimientos adicionales al alza en los próximos meses, pero que ya nos acercamos al final del ciclo alcista. Los mercados ahora esperan que el BCE suba el tipo depo 75 p. b. más los próximos meses, hasta el 3,75%, y que la Fed solo haga un movimiento adicional al alza de 25 p. b.

La inflación acelera su descenso gracias, sobre todo, a la moderación de los precios de la energía. En marzo, la inflación general de la eurozona cayó con fuerza hasta el 6,9%, 1,6 p. p. por debajo del registro de febrero. En EE. UU., la inflación se redujo 1 p.p. y se situó en el 5,0%, el nivel más bajo desde mayo de 2021. En España, la reducción fue aún más acusada, de 2,7 p. p, hasta el 3,3%, gracias al fuerte descenso en términos interanuales de los precios de la energía (-25,6%). De todas formas, la inflación núcleo (que excluye energía y todos los alimentos), se moderó apenas una décima y permaneció en cotas elevadas, del 5,0%.

El mercado laboral mantiene un buen desempeño, tanto en creación de ocupación como en dinamismo salarial. Así, en los EE. UU. y la eurozona, las tasas de paro se mantienen en mínimos del ciclo económico o muy cerca de ellos (3,5% y 6,6%, respectivamente) mientras crece la participación laboral (74% y 79% entre los menores de 65 años, respectivamente, en ambos casos cerca de 0,5 p. p. más que hace un año). Por su parte, el crecimiento salarial aceleró hasta el 5% a finales de 2022 en la eurozona según datos de Eurostat (en concreto, el componente salarial de los costes laborales por hora), mientras que, en EE. UU., distintos indicadores sitúan el ritmo de avance entre el 4,6% (ingresos salariales medios por hora) y el 6,1% (indicador de la Fed de Atlanta), algo por debajo de los máximos alcanzados en 2022.

Resiliencia de la actividad: versión europea. La eurozona evitó la contracción en el 4T y parece que también lo conseguirá en el 1T, pero la actividad mantiene un tono globalmente débil. Así, el índice de sentimiento económico frenó su recuperación en marzo, aunque sigue por encima de los registros del 4T 2022. Por otro lado, las últimas cifras de ventas minoristas y de producción industrial registraron un rebote intermensual en enero, pero la tasa de variación interanual todavía presenta un desempeño relativamente modesto (+0,3% y +0,7%, respectivamente). Todo ello

dibuja una actividad más resiliente de lo previsto, pero que no se escapa de un contexto de relativa flaqueza, bien resumido por la actualización de marzo de las previsiones del BCE: en vez de una contracción del 0,1% intertrimestral, ahora la entidad prevé que en el 1T 2023 el PIB consiga avanzar un 0,1%.

Resiliencia económica: versión americana. Por su parte, la actividad estadounidense parece mantenerse más sólida que la europea y, tras un avance del 0,6% intertrimestral en el 4T 2022, los principales indicadores de actividad sugieren que el ritmo de crecimiento se mantuvo en cotas similares en el 1T 2023. Con todo, se teme que el endurecimiento de las condiciones financieras que se ha producido tras la caída de SVB pueda frenar de forma notable el ritmo de avance los próximos trimestres. De hecho, la Fed cree probable que se produzca un leve retroceso de la actividad económica durante el segundo semestre del año.

El sector inmobiliario, en el punto de mira. El aumento de los tipos de interés está afectando de manera especial a la demanda de vivienda, sobre todo en aquellos países en los que el mercado presenta mayores desequilibrios. Así, se estima que, en los próximos años, el ajuste del precio de la vivienda podría superar el 15% en países como EE. UU., el Reino Unido o Alemania. *A priori* este ajuste podrá llevarse a cabo de forma gradual. La buena situación en la que se encuentra el mercado laboral, así como una situación financiera de los hogares globalmente saneada, limita los problemas de accesibilidad y debería evitar que se activen mecanismos de retroalimentación de caída de precios. Sin embargo, para que se cumpla este escenario es de suma importancia que las presiones inflacionistas vayan moderándose en los próximos meses y permitan que los bancos centrales dejen de aumentar los tipos de interés. En España el sector no presenta desequilibrios y no se estima que sea necesario un ajuste material del precio de la vivienda.

China consolida su reactivación. La economía china parece estar arrancando con fuerza tras el abandono de la estrategia COVID cero y todo apunta a un sólido rebote del PIB en estos primeros meses de 2023. En concreto, distintos indicadores de movilidad (como los viajes en metro) han saltado por encima de los valores prepandemia, mientras que los índices PMI se han situado en terreno claramente expansivo a lo largo del 1T. Asimismo, las ventas minoristas avanzaron un 3,5% interanual en el conjunto de enero y febrero, con una mejora generalizada en bienes y servicios. En este contexto de reactivación, en marzo se constituyó la decimocuarta Asamblea Nacional Popular, en la cual el Gobierno anunció un objetivo de

crecimiento «alrededor del 5%» para este año, una cifra inferior al 5,5% y al 6,0% de los años anteriores.

El FMI revisa a la baja el crecimiento global y advierte del riesgo de turbulencias financieras. El FMI revisó a la baja el crecimiento mundial para 2023 y 2024 en 0,1 p. p. Entre las economías avanzadas, Alemania y el Reino Unido son las que presentan las perspectivas más débiles y las únicas que presume que puedan entrar en recesión en 2023 (–0,1% y –0,3%, respectivamente). Por otra parte, ha revisado al alza la inflación mundial y la sitúa ahora en el 7,0% en 2023 y en el 4,9% en 2024. Además, el FMI advierte que los riesgos a la baja para el crecimiento siguen siendo notables y la incertidumbre, inusualmente elevada. Finalmente, tras los últimos episodios de turbulencias financieras, el FMI previene que no se puede descartar un escenario de crisis financiera global como la de 2008-2009. De producirse, estima que el PIB mundial se reduciría un 1,8% en 2023 y un 1,4% en 2024. Este impacto, no obstante, sería la cuarta parte del sufrido en la crisis financiera de 2008-2009, gracias a la mayor solvencia y liquidez del sistema bancario.

La economía española arranca el año con fuerza. El índice de sentimiento empresarial (PMI) del sector manufacturero se situó en el 1T en zona expansiva por primera vez desde el 2T 2022. En el caso de los servicios, prosiguió la tendencia alcista y se situó en niveles no registrados desde el 4T 2021. Destaca la buena evolución del sector turístico, que ha arrancado 2023 con muy buen tono y unas perspectivas muy favorables para la temporada estival: la llegada de turistas en los meses de enero y febrero se sitúa apenas un 1,3% por debajo del mismo periodo de 2019 (–5,5% en el 4T 2022) y el gasto de los turistas extranjeros supera en un 12,9% el registro de enero y febrero de 2019. Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea prolonga su senda ascendente y se sitúa en el 1T en máximos del último año. Las ventas minoristas (en volumen, corregidas de efectos estacionales y excluido el gasto en estaciones de servicio), crecieron en enero-febrero un 2,4% intertrimestral (2,0% en el 4T 2022). Finalmente, el mercado laboral sigue dando sorpresas positivas, con una intensificación del ritmo de creación de empleo. Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo confirman el excelente momento del empleo: en términos desestacionalizados, se registró un aumento de 151.943 afiliados, el mayor desde junio de 2021, mes en el que se produjo un fuerte crecimiento tras el levantamiento de las restricciones por la pandemia. Con este dato, el empleo efectivo (afiliados desestacionalizados que no

están en ERTE) crece en el 1T 2023 un 0,9% intertrimestral, lo que supone una importante aceleración respecto al crecimiento del trimestre anterior (0,3%).

Oriol Aspachs
Abril de 2023

Con la colaboración de:

CERCLE D'ECONOMIA

Main advanced stock markets

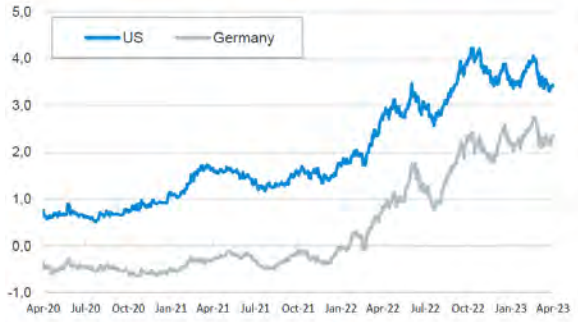
Index (100=Three years ago)

Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)

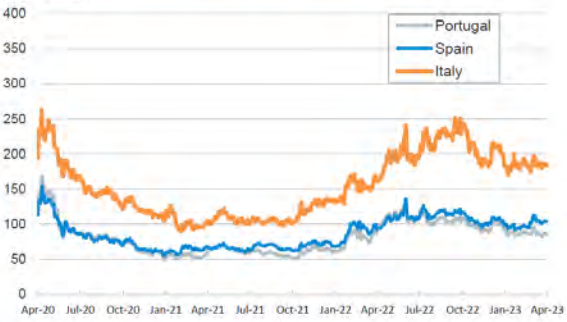
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



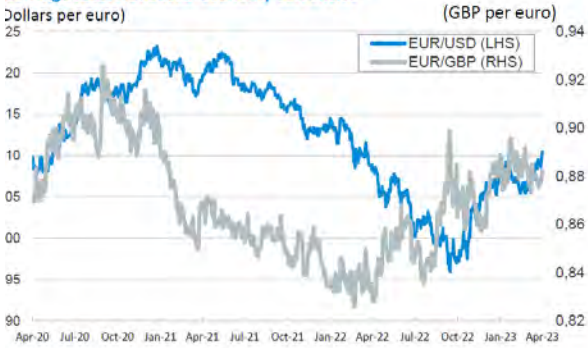
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



xchange rate: Advanced-economy currencies

Dollars per euro) (GBP per euro)

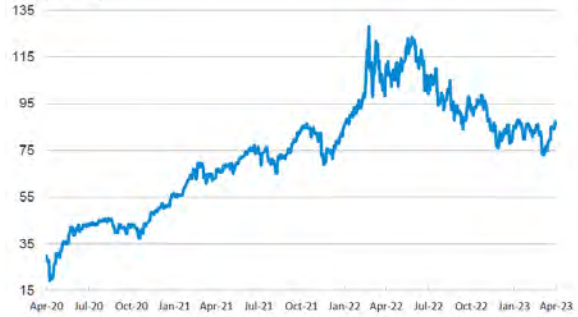


Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)

Brent oil price

(US$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)

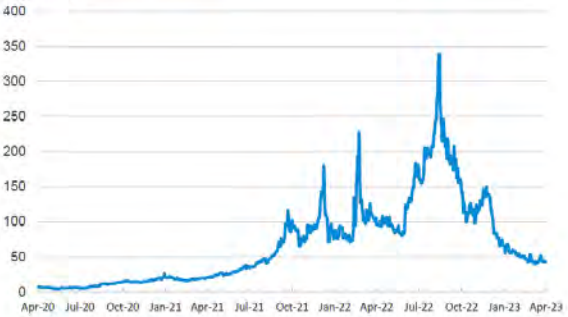


Chart 2: Price Indices (End-February 2023 = 100)

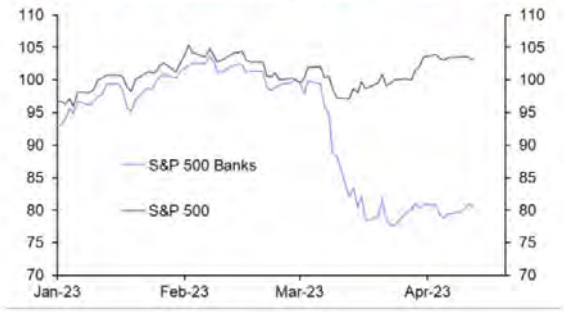


Chart 3: Share Prices (End-February 2023 = 100)

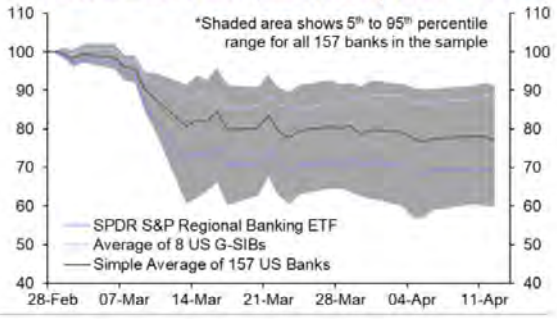


Chart 1: 5-Year CDS Premia On G-SIB Banks' Senior Bonds (bp)

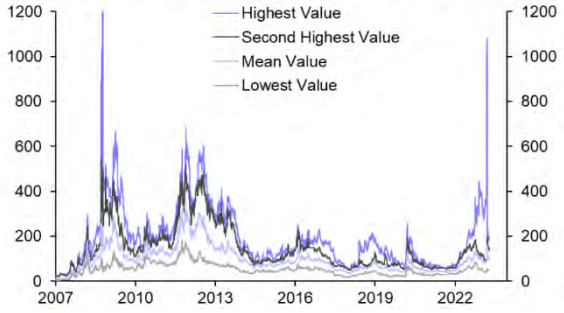
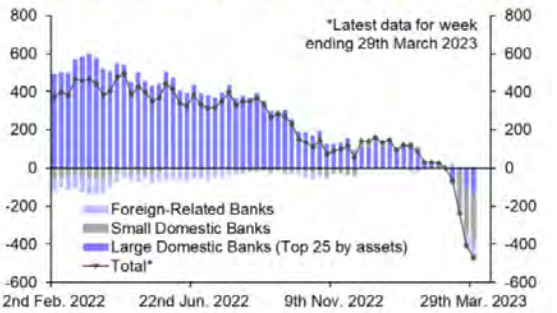


Chart 6: Level Of US Commercial Bank Deposits Compared To Week Ending 1st March 2023 (US$bn)



FMI: previsiones de crecimiento del PIB

Variación anual (%)

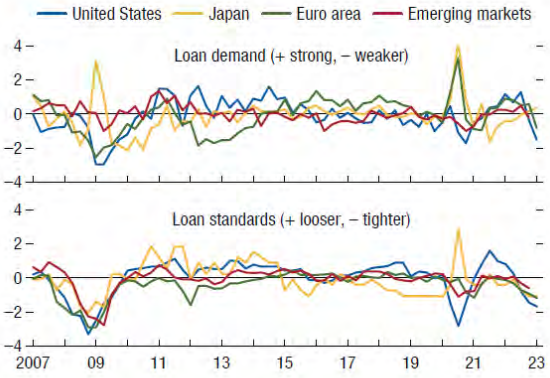
		Proyecciones	
	2022	2023	2024
Economía mundial	**3,4**	**2,8**	**3,0**
Economías avanzadas	**2,7**	**1,3**	**1,4**
EE. UU.	2,1	1,6	1,1
Eurozona	3,5	0,8	1,4
España	5,5	1,5	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	**4,0**	**3,9**	**4,2**
China	3,0	5,2	4,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2023).

Figure 1.5. Bank Lending Standards

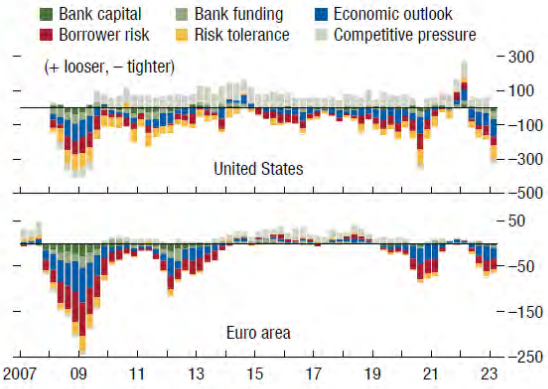
Global banks in some jurisdictions have already tightened lending standards considerably ...

1. Lending Survey: Loan Demand and Lending Standards
(Index)



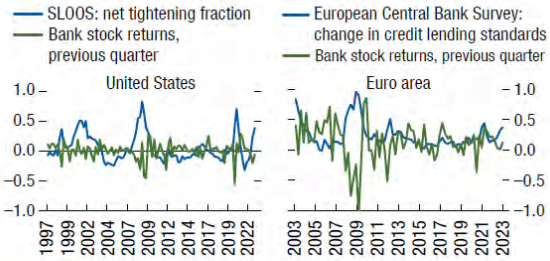
... on rising concerns about economic outlook and borrower risks.

2. Contributor Factors to Lending Standards
(Index)



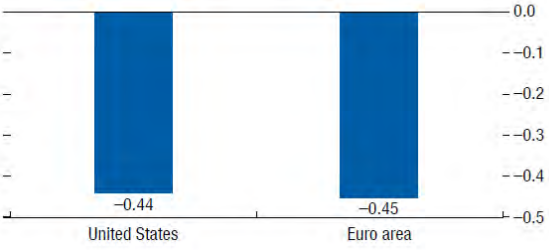
Bank stock declines could further tighten lending standards ...

3. Net Share of Banks Tightening Lending Standards and Bank Stock Returns
(Percent)



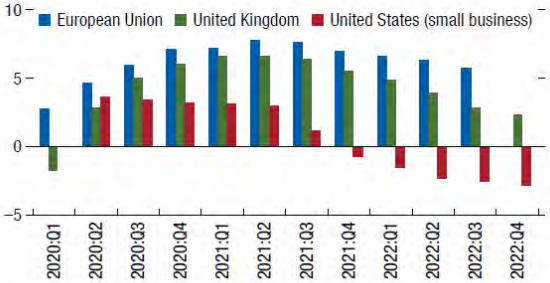
... which adversely impacts real GDP growth.

4. Impact of Bank Lending on Real GDP Level
(Percent, one year ahead)



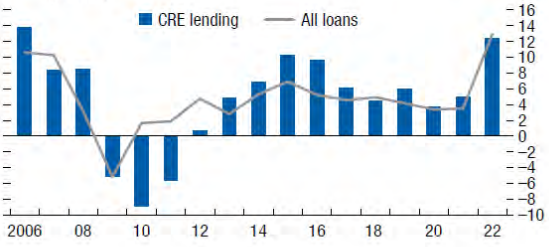
Small and medium enterprises likely affected the most ...

5. Loan Shares to Small and Medium Enterprises
(Percent of total business loans, cumulative since 2019:Q4)



... and commercial real estate, which has large booms and busts.

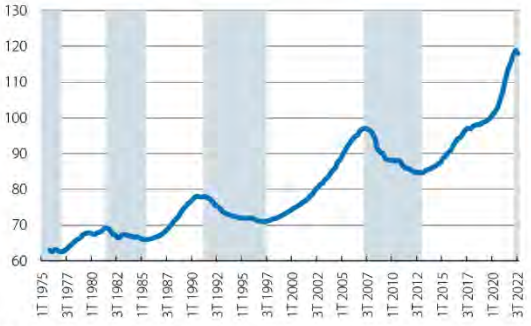
6. US Banks' Annual Loan Growth Rate: Total Lending versus CRE Lending
(Percent)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; national central banks; and IMF staff calculations.
Note: In panel 1, data for emerging markets are as of the third quarter of 2022 and for other regions are as of the fourth quarter of 2022. In panel 2, a methodological change has been made so that interbank spreads are now included in corporate valuations instead of interest rates. In panel 3, US (EU) bank stock returns is calculated using the KBW Bank Index (STOXX Bank Index). In panel 4, economic impacts are calculated using the four-quarter impulse response of the level of real GDP to lending standards shocks of Basset and others (2014) for the United States and Altavilla, Darracq Paries, and Nicoletti (2019) for the euro area; these impulse responses are applied to a prediction of lending conditions based on bank stock price movements from January 1, 2023, to March 15, 2023. CRE = commercial real estate; SLOOS = Senior Loan Officer Opinion Survey.

Precio de la vivienda a nivel global

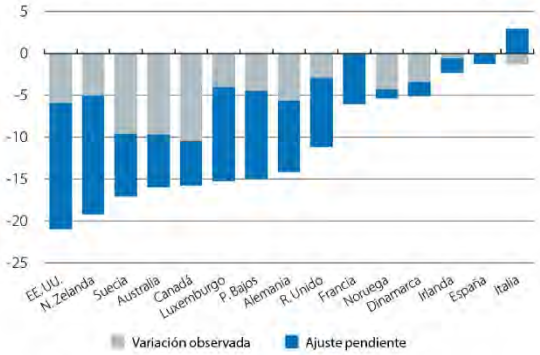
Índice (100 = 4T 2019)



Nota: *Precio en términos reales agregado de 25 países con pesos dinámicos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011).*

Ajuste potencial del precio de la vivienda

(Porcentaje de caída respecto al nivel máximo alcanzado)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011), y datos de Refinitiv.*

Indicadores del mercado inmobiliario residencial en varias economías desarrolladas

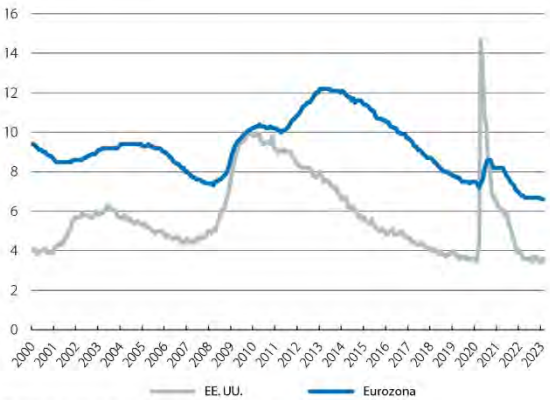
(%)

	Precio de la vivienda			Deuda de los hogares		Tipo variable	¿Vivienda sobrevalorada?
	Variación entre dic.-2019 y máx.	Variación desde máx.	Variación anual último dato	% RDB último dato	Variación vs. 4T 2019 (p. p.)	% nuevo crédito hipotecario (2019-2022)	Indicador exhuberancia Fed Dallas
N. Zelanda	49,1	–5,0	8,0	122	4,2	–	SÍ
EE. UU.	42,6	–5,9	4,4	101	2,6	5	SÍ
Canadá	41,2	–10,4	–2,5	179	1,7	–	SÍ
P. Bajos	40,4	–4,5	–0,8	198	–13,4	15	SÍ
Luxemburgo	37,5	–	11,1	193	8,0	38	SÍ
Suecia	36,2	–9,6	–7,0	193	9,2	64	SÍ
Portugal	32,7	–	13,1	113	2,9	69	–
Alemania	32,3	–5,7	–2,4	91	3,4	11	SÍ
Irlanda	25,7	–0,6	6,1	96	–30,0	21	NO
Australia	25,2	–9,7	–9,1	196	–1,1	–	SÍ
Noruega	24,8	–2,8	–0,3	241	–2,8	–	MEDIO
R. Unido	23,0	–2,9	2,1	139	2,6	4	NO
Francia	18,9	–	6,5	118	5,5	3	SÍ
Dinamarca	18,2	–3,8	–2,4	204	–32,0	26	SÍ
Japón	15,2	–	7,5	115	–1,3	–	MEDIO
Italia	9,7	–1,0	3,0	81	–0,1	26	NO
España	6,1	–	7,6	94	–3,0	30	NO

Notas: *Los datos de deuda para Nueva Zelanda, Luxemburgo, Noruega y Japón corresponden a 2021 y en % de la renta neta. Se considera vivienda sobrevalorada si el indicador de exhuberancia del precio real de la vivienda fue superior al valor crítico en almenos un trimestre en el periodo 2021-2022 (modelos con 1 y 4 lags). «MEDIO» indica que lo supera según solo uno de los dos modelos considerados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BCE, de Refinitiv, de la Reserva Federal de Dallas y de la OCDE.*

Tasa de paro

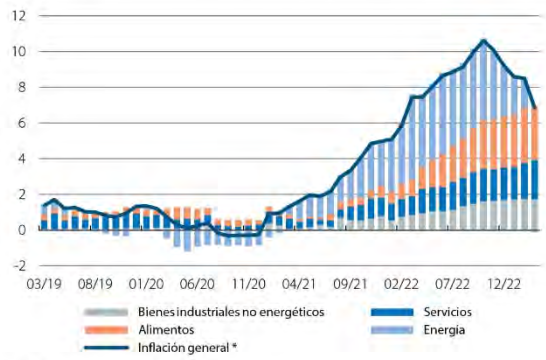
(%)



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

Eurozona: contribuciones a la variación interanual del IPCA *

(p. p.)

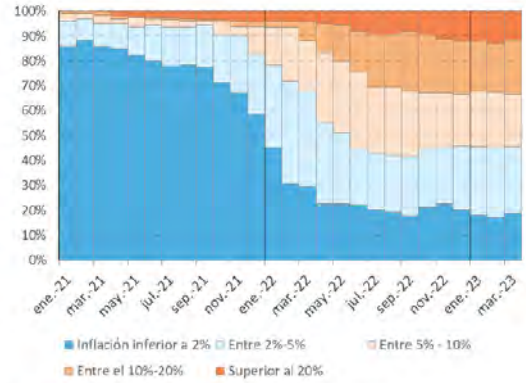


Nota: ** Variación interanual del IPCA (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

El semáforo de la inflación: tasa interanual de las subclases del IPC a impuestos constantes

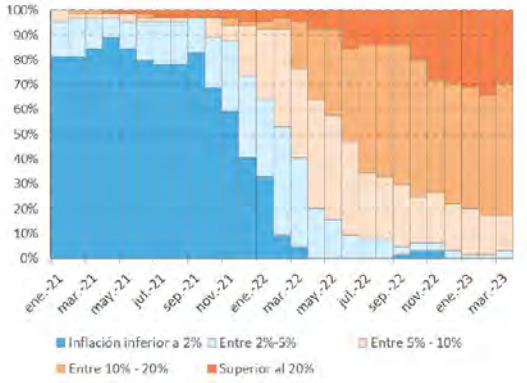
Total cesta IPC

(% de la cesta)



Cesta de alimentos del IPC

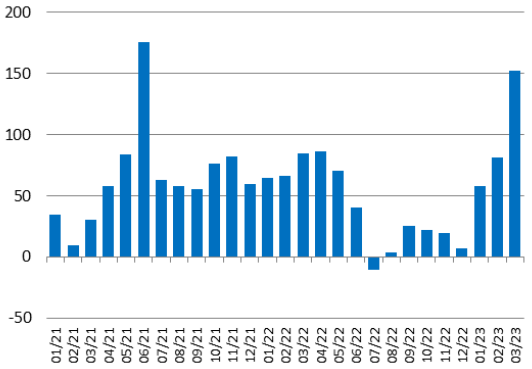
(% de la cesta)



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

Afiliados a la Seguridad Social*

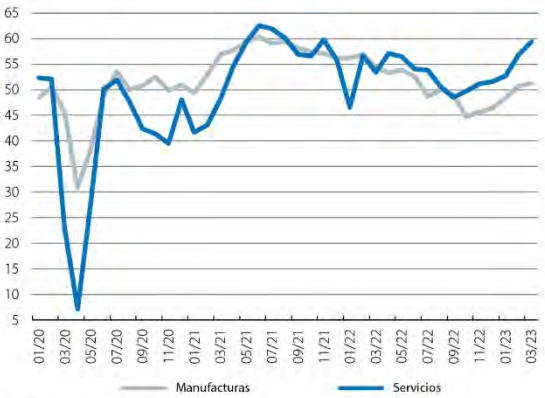
Variación intermensual (miles)



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

España: PMI

Nivel

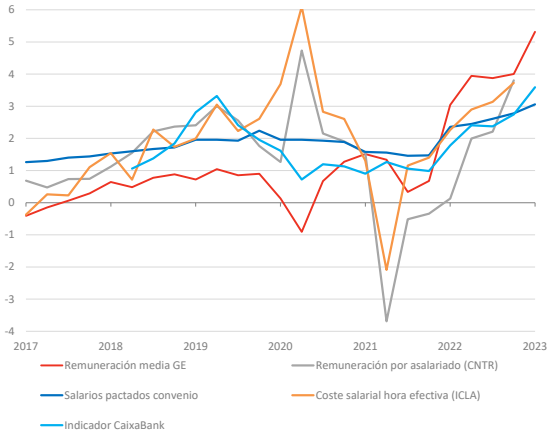


Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de IHS Markit.*

España: IPC

Variación interanual (%)

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

Indicadores de costes salariales

Variación interanual (%)