

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

Les claves económicas del mes Junio 2023

Desaceleración

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

La actividad económica se desacelera en los principales países desarrollados, pero no se desploma. El aumento de los precios y el endurecimiento de las condiciones financieras ha debilitado la actividad. La desaceleración del ritmo de crecimiento ya se puede observar con nitidez en los principales indicadores económicos. Algunos países todavía anotan tasas de crecimiento ligeramente positivas, mientras que otros registran un ligero retroceso. En EE. UU., el ritmo de avance pasó del 0,7% intertrimestral durante el segundo semestre del pasado año, a crecer un 0,3% en el 1T. Los últimos datos apuntan a que el crecimiento se mantiene en cotas similares en el 2T. El mercado laboral sigue ofreciendo buenas cifras, aunque poco a poco pierde empuje y la confianza empresarial se va debilitando. En la eurozona, Eurostat ha revisado a la baja el crecimiento estimado del PIB para el 4T 2022 y el 1T 2023, y ahora lo sitúa en el -0,1%. Los datos del 2T apuntan a que la actividad no consigue levantar la cabeza, adentrándose las ventas minoristas y la producción industrial en territorio negativo.

Estancamiento de la actividad durante el segundo semestre del año. Con todo, la desaceleración de la actividad que se ha producido hasta la fecha ha sido inferior a la que muchos organismos contemplaban y ello ha obligado a revisar al alza las

previsiones de crecimiento para el conjunto del año. La Comisión Europea, por ejemplo, revisó al alza el crecimiento previsto para 2023 en 0,2 p. p., hasta el 1,1%. De todas formas, cabe resaltar que en la mayoría de los casos la revisión no se sustenta en una mejora del ritmo de crecimiento previsto para los próximos trimestres. De hecho, se espera que el grueso del impacto del aumento de los tipos de interés se produzca durante el segundo semestre del año. Así, aunque las presiones inflacionistas se moderen en los próximos meses, en general se espera que la actividad económica de la mayoría de los países se mantenga estancada. Incluso, para EE. UU. y algunos países europeos no se descarta que tenga lugar un ligero retroceso de la actividad.

Las presiones inflacionistas siguen moderándose a ambos lados del Atlántico.

En EE. UU., la tasa de inflación general se situó en el 4,9% en abril, más de 4 puntos por debajo del pico alcanzado en junio del pasado año. La tasa subyacente también presenta una clara tendencia descendente y ya se encuentra en el 5,5%. En la eurozona ha costado más que se suavice, pero finalmente parece que se ha producido un cambio de tendencia. En mayo la tasa de inflación sorprendió a la baja: la general descendió hasta el 6,1%, 0,9 p. p. por debajo del registro de abril, y la núcleo (que excluye energía y alimentos) se emplazó en el 5,3%. Por primera vez desde que la inflación tocó el techo del 10,6% en octubre, todos los componentes del IPCA vieron una desaceleración de sus precios. La moderación de los precios de la energía, y de las materias primas en general, así como la distensión de los costes intermedios y la contención de los aumentos salariales hace pensar que en los próximos meses la moderación de las presiones inflacionistas se afianzará. Para finales de año, la tasa de inflación ya podría situarse cerca del 3% tanto en EE. UU. como en el conjunto de la eurozona.

Los tipos de interés, cerca del techo.

En este contexto de moderación de la actividad económica y de las presiones inflacionistas, los principales bancos centrales han seguido el guion previsto. En EE. UU. es probable que los tipos de interés ya no aumenten más. Aunque no se puede descartar un ligero incremento en la próxima reunión de junio, a partir de aquí los tipos deberían estabilizarse y, si se confirma la tendencia a la baja de la inflación durante los próximos meses, la Fed podría empezar a bajar los tipos de interés a finales de este año. Los mercados esperan que el tipo de referencia, que actualmente se encuentra en el 5,25%, a finales de 2024 se sitúe alrededor del 3,50%. En el caso de la eurozona, donde el giro de las

presiones inflacionistas es más reciente, se espera que el BCE todavía aumente algo más el tipo de referencia (los mercados esperan dos movimientos adicionales al alza de 0,25 p. p. hasta dejar el tipo depo en el 3,75%), pero el recorrido al alza ya parece limitado. Para el próximo año, con la inflación ya cerca del 2%, es probable que también en Europa los tipos de interés vayan descendiendo gradualmente. En este contexto, el recorrido al alza del euríbor a 12 meses parece limitado, e incluso podría empezar a bajar durante la segunda mitad de 2023, a medida que se vaya confirmando el escenario.

La evolución de la economía española ha sido mejor de lo que se esperaba. Hasta la fecha, la economía española no solo ha conseguido evitar la temida recesión, sino que ha mantenido un ritmo de crecimiento de la actividad y del empleo notable. Ello está obligando a mejorar el escenario de previsiones a la mayoría de las casas de análisis, que por lo general ahora sitúan el crecimiento del PIB alrededor del 2,0% para este año. En parte, la sorpresa positiva se debe a la distensión de los precios de la energía, que se ha producido antes de lo que se esperaba. Las medidas que se tomaron, tanto en España como en la mayoría de los países desarrollados, han ayudado a amortiguar el impacto de la crisis energética. En España, además, ha sorprendido la excelente evolución del sector exterior.

La demanda nacional lleva dos trimestres en retroceso. Entre el 4T 2022 y el 1T 2023 acumula un descenso superior al 1,5% en términos reales. Pero ello ha sido compensado con creces por el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, que crecieron un 10,2% interanual en el primer trimestre del año. La buena evolución del sector exterior también se ve reflejada en la cuenta corriente, que el pasado año se mantuvo en positivo a pesar del fuerte encarecimiento de las importaciones de energía: solo descendió cuatro décimas respecto a 2021, hasta el 0,6% del PIB. Este es uno de los menores descensos de entre todos los países desarrollados. En Alemania, Francia e Italia, por ejemplo, el descenso del saldo corriente se situó alrededor de los 4 p. p. La diferencia es remarcable.

La factura de la energía importada ha aumentado de forma sustancial. El déficit de la balanza energética pasó de los 27.842 millones de euros en 2021, a los 56.551 millones en 2022. De todas formas, en términos de PIB la cifra de 2022 (4,3%) no llegó a superar la de 2012 (4,5%). En parte, ello se debe a que el invierno fue más templado de lo habitual, y también a los esfuerzos llevados a cabo para reducir el

consumo de energía. Si tomamos una perspectiva más amplia, sobresale la mejora en el mix de producción de energía gracias al auge de las renovables. Así, si en 2007 solo el 20% de la producción de energía eléctrica era renovable, en 2022 alcanzó el 43%, y en lo que llevamos de año ya supera el 50%. La inversión en energías renovables no solo es fundamental para la lucha contra el cambio climático. También hace a la economía mucho más resiliente ante *shocks* externos.

Hay varios motivos por los que destacar la evolución reciente de las exportaciones españolas. Primero, el buen comportamiento es generalizado entre bienes y servicios. Así, dos terceras partes de las partidas de mercancías presentan un ritmo de crecimiento de dos dígitos en enero-marzo. Entre los servicios, sobresale el fuerte crecimiento del turismo, cuyos ingresos crecen un 38,8% interanual en el 1T y ya se encuentran claramente por encima de los niveles previos a la pandemia, y el transporte y los servicios a empresas (+19,2% y +18,6%, respectivamente, en el 4T 2022); entre los bienes, destaca el sector del automóvil (+32% en el 1T). Segundo, que el ritmo de avance también es generalizado por destinos, y especialmente intenso en los principales mercados: las exportaciones de mercancías a la eurozona (el 56% del total) crecen un 14,3%, en especial las destinadas a Alemania y Francia (+18,9% y +15,2%). Y tercero, este patrón no es generalizado en los países desarrollados. En Alemania, Francia e Italia, por ejemplo, el avance de las exportaciones de bienes está siendo menos dinámico: un 7,8%, un 9,5% y un 9,8%, frente al 14,6% anotado por España.

Aunque el dinamismo de las exportaciones españolas haya sorprendido en el contexto actual, su buen comportamiento viene de lejos. Arranca en la crisis financiera y de deuda soberana de hace una década, cuando muchas empresas españolas se vieron forzadas a mirar hacia el exterior ante la debilidad de la demanda interna. Aupadas por la recuperación de la competitividad de la economía española, el número de empresas que exportan de manera regular no ha parado de crecer, pasando de las 35.000 en 2010, a las 57.000 el pasado año, y el peso de las exportaciones de bienes y servicios ha aumentado más de 15 p. p., hasta situarse en el 41,6% del PIB.

En los próximos meses, el dinamismo de las exportaciones españolas podría perder algo de brío. La previsible desaceleración de los principales países desarrollados, donde se dirige el grueso de las exportaciones, será difícil de sortear. De todas

formas, ello no debe hacer perder de vista la excelente trayectoria de los últimos años, que una vez más ha sido clave para amortiguar el impacto de un contexto adverso.

Oriol Aspachs
Junio de 2023

Con la colaboración de:



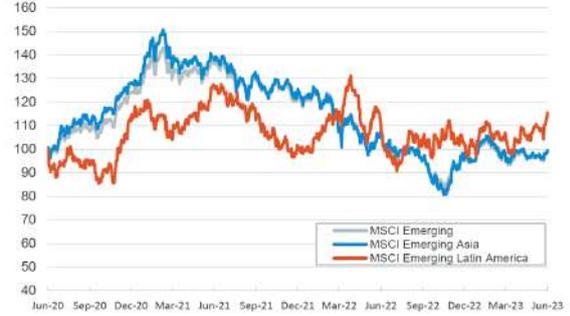
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



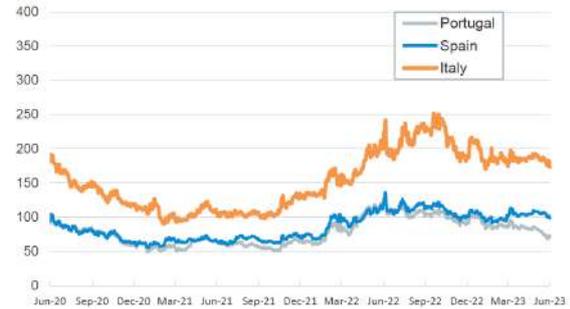
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



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

(basis points)



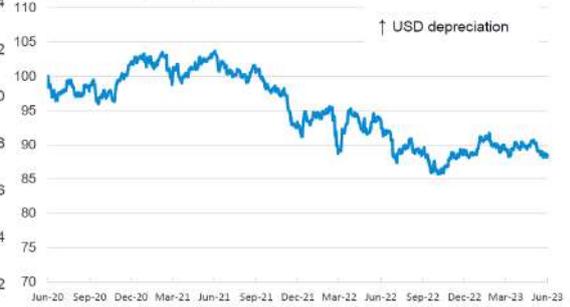
Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



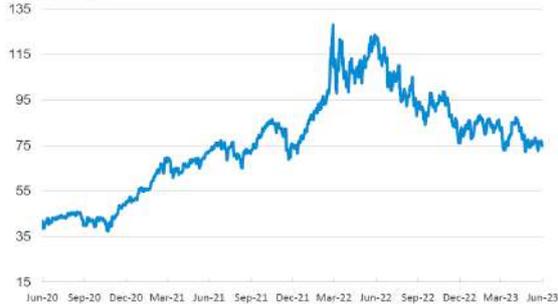
Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



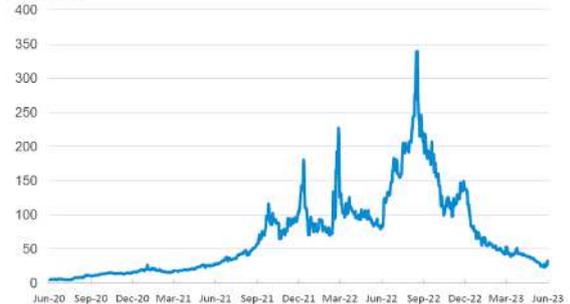
Brent oil price

(US\$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Evolución de los índices bursátiles en lo que va de año

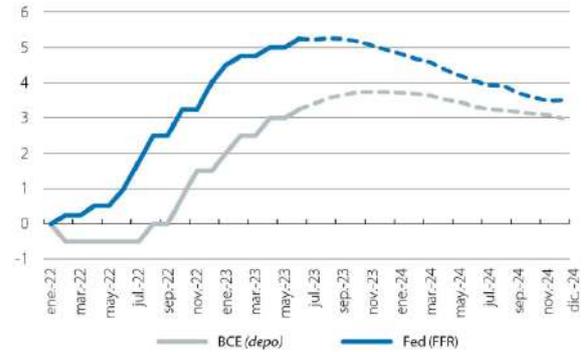
Índice (100 = 30 de diciembre de 2022)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eikon Refinitiv.

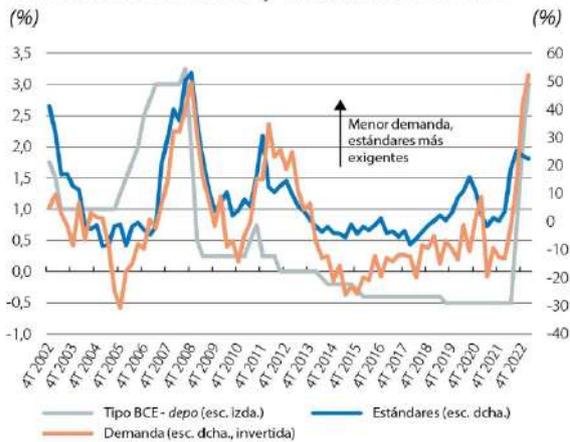
Tipos de interés oficiales y expectativas de mercado

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed, del BCE y de Bloomberg.

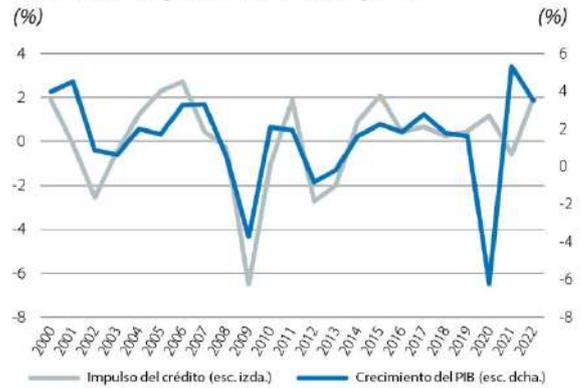
Eurozona: estándares y demanda de crédito



Nota: Los porcentajes se refieren a la diferencia neta entre el número de entidades que han endurecido los estándares/han visto un aumento en demanda y los que han relajado estándares/han visto una caída en demanda.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE.

Eurozona: impulso del crédito y PIB



Nota: 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).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de Eurostat.

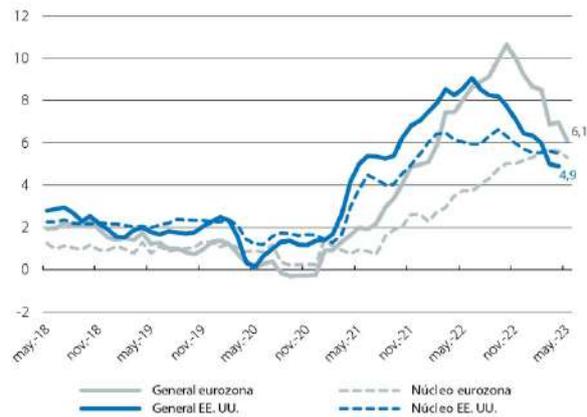
Previsiones de la Comisión Europea

	PIB		Inflación		Deuda pública		Saldo fiscal	
	Var. an. (%)		Var. an. (%)		(% del PIB)		(% del PIB)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Eurozona	1,1	1,6	5,8	2,8	90,8	89,9	-3,2	-2,4
Alemania	0,2	1,4	6,8	2,7	65,2	64,1	-2,3	-1,2
Francia	0,7	1,4	5,5	2,5	109,6	109,5	-4,7	-4,3
Italia	1,2	1,1	6,1	2,9	140,4	140,3	-4,5	-3,7
España	1,9	2,0	4,0	2,7	110,6	109,1	-4,1	-3,3
Portugal	2,4	1,8	5,1	2,7	106,2	103,1	-0,1	-0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, primavera de 2023).

EE. UU. y eurozona: IPC

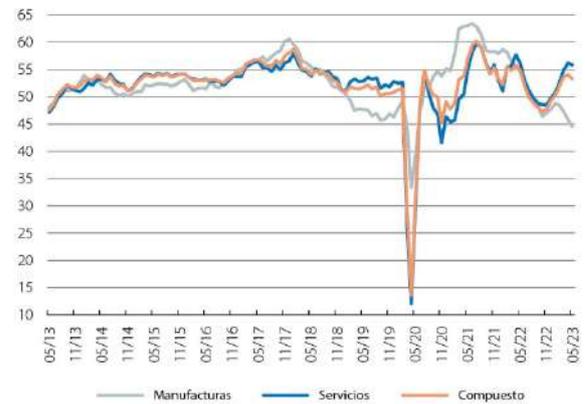
Variación interanual (%)



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

Eurozona: PMI

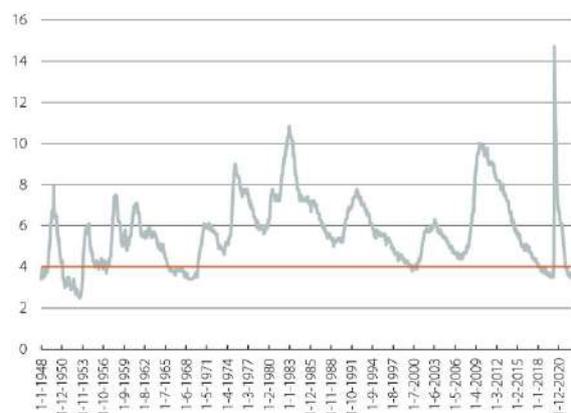
Índice



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

EE. UU.: tasa de paro

(%)

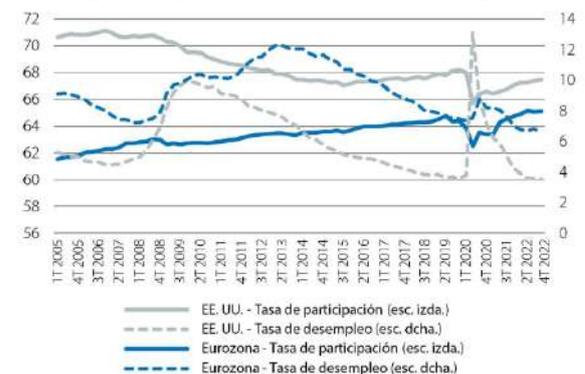


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU. y eurozona: mercado laboral

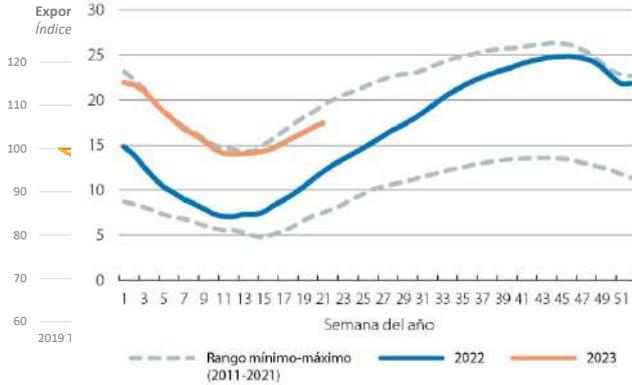
(% de población entre 15 y 74 años)

(% de población activa entre 15 y 74 años)



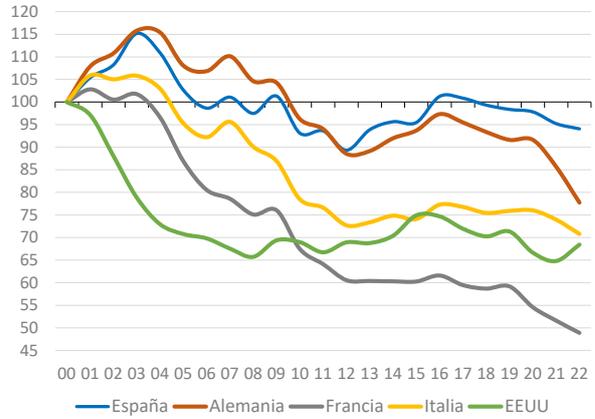
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Eurozona: almacenamiento de gas * (% de consumo)



Fuente: **Nota:** * Promedio de Alemania, Francia, Italia y España.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AGSI.

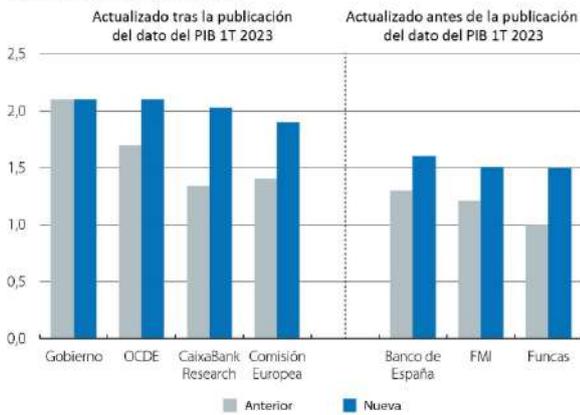
Cuotas en las exportaciones mundiales de mercancías Índice (2000 = 100)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de la OMC.

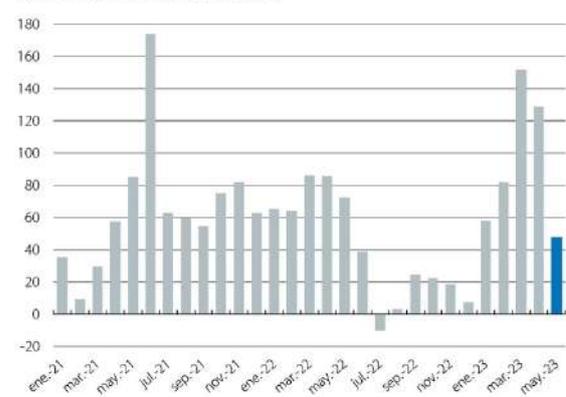
Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de IVEC y Cirus&A.

España: comparativa de previsiones del PIB Variación anual en 2023 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Gobierno, de la Comisión Europea, de la OCDE, del Banco de España, del FMI y de Funcas.

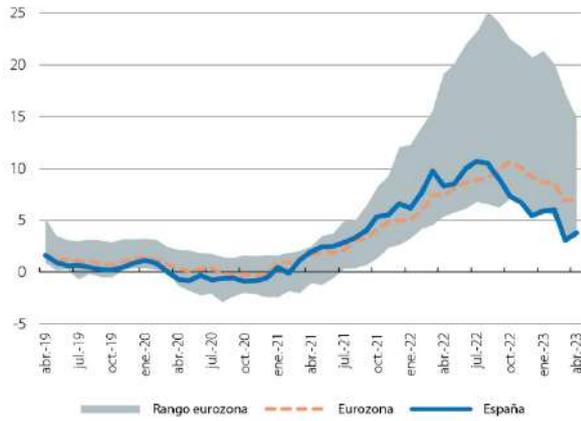
España: afiliados a la S. S. * Variación intermensual (en miles)



Nota: * Datos desestacionalizados.

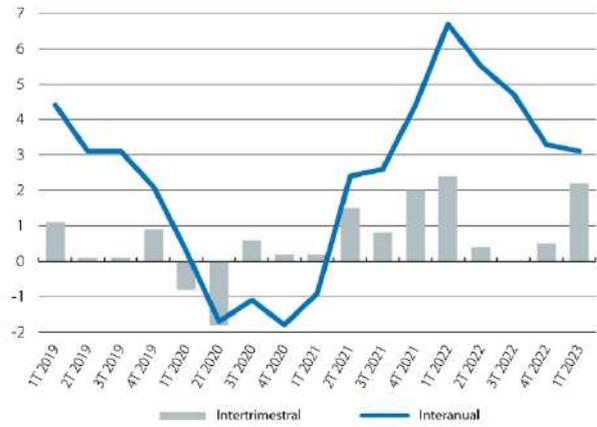
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MSSM.

España y eurozona: IPC general Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de Eurostat para el IPCA.

España: precio de la vivienda (tasación) Variación (%)



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