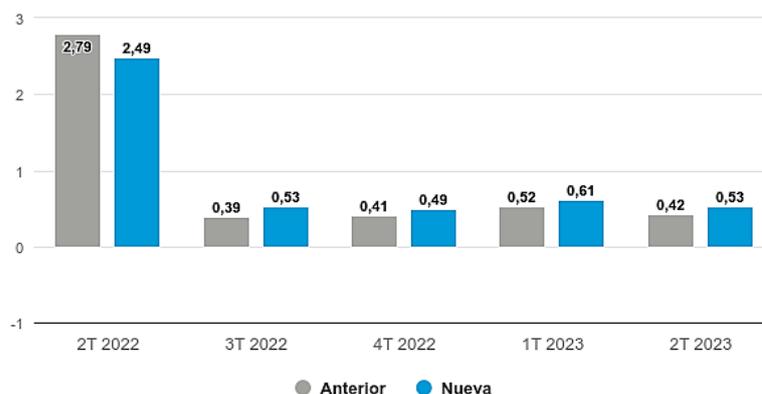


## Economía española

**El INE revisa al alza el crecimiento del PIB de España en 2021, 2022 y los dos primeros trimestres de 2023.** Tras la revisión, el PIB creció en 2021 un 6,4%, 0,9 p. p. más de lo estimado anteriormente; y en 2022 un 5,8%, 0,3 p. p. más. Con los nuevos datos, la economía habría recuperado su nivel prepandemia ya en el 3T 2022, y no el 2T 2023, como señalaba la estadística antes de su revisión. Asimismo, el INE ha revisado al alza en 0,1 p. p. el crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2023 y del 2T 2023, hasta el 0,6% y el 0,5%, respectivamente. De este modo, en el 2T 2023 el PIB supera en un 2,0% su nivel del 4T 2019, frente a apenas un 0,4% que mostraba la estadística previa. Por componentes, y dado que el INE ha modificado toda la serie desde el 1T 2020, resulta más informativo analizar las revisiones en términos de crecimiento acumulado respecto al 4T 2019. De este modo, destaca la revisión al alza del consumo privado, que en el 2T 2023 se situó un 1,0% por debajo del nivel del 4T 2019, frente al -3,4% previo; y la del consumo público, que pasa a un +9,1% con respecto al 4T 2019 (+7,5% previo). Por el contrario, la inversión se revisa a la baja en 1 p. p., hasta el -1,8%. También se revisan a la baja, en -0,2 p. p., tanto las exportaciones como las importaciones, situándose en el 2T 2023 un 8,0% y un 6,0% por encima de sus niveles prepandemia, respectivamente.

### España: crecimiento del PIB

Variación intertrimestral (%)



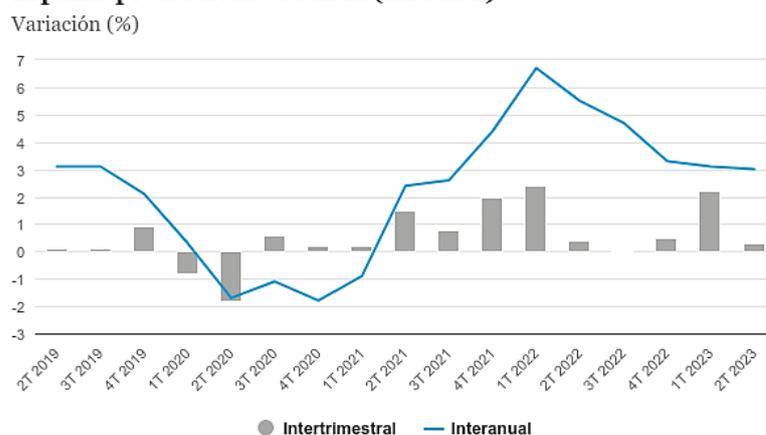
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Las nuevas previsiones del Banco de España recogen que el elevado dinamismo del primer semestre no tendrá continuidad.** La evolución de diversos indicadores apunta a una pérdida de empuje de la actividad en los próximos meses, en un contexto de inflaciones todavía elevadas. En este sentido, el Banco de España ha presentado su nuevo escenario, en el que mantiene sin cambios su previsión de crecimiento para 2023 en el 2,3%, pero rebaja en 0,4 p. p. su estimación para 2024, hasta un 1,8%, y recorta en 0,1 p. p. 2025, hasta un 2,0%. El ajuste de 2024 se debe a una debilidad mayor de lo esperado en la segunda mitad del 2023, al aumento del precio de petróleo y al deterioro en las expectativas de crecimiento de la eurozona. Asimismo, revisó al alza la previsión de inflación del 2023 en 0,4 p. p. hasta el 3,6% y en 0.7 p. p. la de 2024 hasta el 4,3%, debido al impacto del aumento del precio del petróleo.

**El déficit comercial español sigue disminuyendo en julio, aunque el déficit no energético empeora.** En julio, las exportaciones de bienes cayeron un 5,0% interanual y las importaciones lo hicieron un 8,4%. Esta evolución de los flujos comerciales explica que el déficit comercial disminuyera hasta los 4.902,6 millones de euros, frente a los 6.560,6 millones de euros del mismo mes del año anterior. La mejora del déficit comercial se explica, en su totalidad, por la balanza energética, ya que el déficit no energético se amplió significativamente (2.283,5 millones de euros frente a 1.409,1 millones en julio de 2022), debido al descenso de las exportaciones no energéticas (-0,9% interanual), mientras que las importaciones aumentaron (2,1% interanual). En el acumulado del año hasta julio, el déficit comercial presenta una notable mejoría al situarse en los 21.323 millones de euros, prácticamente la mitad que en el mismo periodo del año anterior (38.523,9 millones de euros). Esta mejora se debe a una caída de las importaciones energéticas del 30,4% interanual, debido tanto a una reducción de su volumen (-18,7% interanual) como de su precio (-14,4%). Por su parte, las exportaciones no energéticas aumentaron un 5,9% interanual, resultado que se explica únicamente a un efecto precio (+7,9% interanual), dado que en volumen cayeron (-1,9% interanual).

**El precio de la vivienda avanza un 0,3% intertrimestral en el 2T 2023.** 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 vs. 2,2% del 1T). En términos interanuales, el crecimiento prácticamente se mantuvo (3,0% vs. 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. Pero, a pesar de la buena evolución reciente, de cara a los próximos trimestres seguimos esperando que el precio de la vivienda mantenga una senda de desaceleración a medida que se vaya transmitiendo completamente el impacto del aumento de los tipos de interés a la economía. De hecho, el impacto de este aumento del coste de financiación es cada vez más evidente en la demanda de vivienda, que está acentuando su ritmo de descenso: según el INE, en julio, el número de compraventas descendió un 10,5% interanual, frente a un descenso más moderado en el primer semestre (4,5%) (véase la [Nota Breve](#)).

### España: precio de la vivienda (tasación)



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

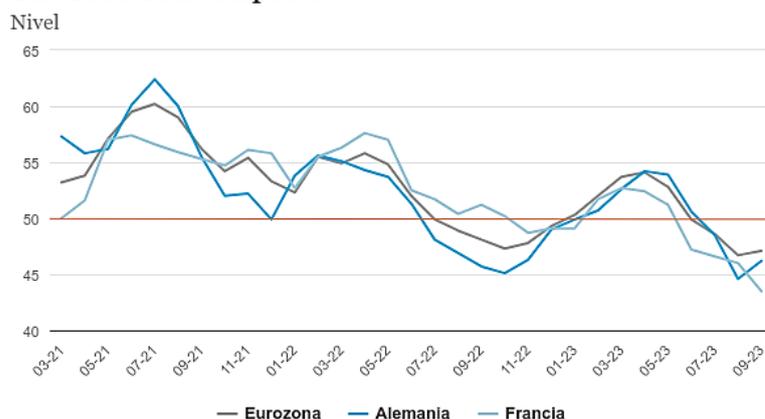
## Economía internacional

**La OCDE presenta un escenario de crecimientos débiles e inflaciones a la baja pero por encima de los objetivos.** En su nuevo escenario, la OCDE revisa al alza el crecimiento mundial para 2023 en 0,3 p. p., hasta el 3,0%, si bien recorta en 0,2 p. p. el de 2024, hasta el 2,7%. La OCDE señala que las economías desarrolladas seguirán acusando el endurecimiento de las condiciones monetarias para combatir la inflación, así como el impacto de la normalización de las políticas fiscales para devolver a las finanzas públicas a una senda sostenible. Con todo, destaca el mayor optimismo para con EE. UU. (+0,6 p. p., en 2023, hasta 2,2%; y +0,3 p. p., en 2024 hasta 1,3%), en línea con el nuevo escenario elaborado por la Fed (véase la sección de Mercados). Por su parte, y como ya hicieran el BCE y la Comisión Europea, recorta el crecimiento para la eurozona (-0,3 p. p., hasta 0,6% en 2023; y -0,4 p. p., hasta 1,1% en 2024). En cuanto a las economías emergentes, destaca la revisión a la baja del crecimiento en China (-0,3 p. p., hasta 5,1% en 2023; y -0,5 p. p., hasta 4,6% en 2024), reflejo de los problemas estructurales de su sector residencial. En este contexto de crecimiento global por debajo de su media, la inflación seguirá moderándose, pero a un ritmo muy lento y, en el grupo de economías desarrolladas, no se espera que converja a su objetivo en todo el horizonte de previsión en ningún caso.

**La debilidad económica de la eurozona persiste en septiembre.** Los PMI para las dos grandes economías de la región y del agregado siguen incidiendo en la delicada situación de la economía a cierre del 3T. De hecho, en Francia, la caída en los PMI fue más abultada de lo esperado y apunta a un escenario de contracción de la actividad en todos los ámbitos: en manufacturas, cae hasta mínimos de 40 meses (-2,4 puntos, hasta 43,6); en servicios, retrocede hasta mínimos de 34 meses (-2,1 puntos, hasta 43,9), y el total desciende a mínimos también de 34 meses (-2,5 puntos, hasta 43,5). Por su parte, en Alemania, el PMI total logró recuperar en septiembre parte del terreno perdido los meses previos (+1,6 puntos, hasta 46,2), si bien sigue instalado en referencias compatibles con caídas de la actividad, debido sobre todo a la crisis que aqueja a la manufactura (+0,7 puntos, hasta 39,8), en un contexto en el que el sector servicios trata de

reactivarse (+2,5 puntos, hasta 49,8). En consecuencia, el PMI para el agregado de la eurozona se mantiene en septiembre en referencias compatibles con caídas moderadas de la actividad en el sector privado (+0,4 puntos, hasta 47,1), debido a la crítica situación de las manufacturas (-0,1 puntos, hasta 43,4), en un contexto de falta de impulso en servicios (+0,5 puntos, hasta 48,4).

### Eurozona: PMI compuesto



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

## Mercados financieros

**La Fed apunta a una subida más y reitera el *high for longer*.** Tal y como se esperaba, la Reserva Federal mantuvo en su reunión de septiembre los tipos de interés sin cambios en el intervalo 5,25%-5,50%. Sin embargo, el tono de la reunión, junto con la actualización del cuadro macroeconómico y el *dot plot*, sugiere que todavía podríamos observar alguna subida más en lo que resta de año. En concreto, los miembros del FOMC revisaron al alza el crecimiento del PIB en 2023 y 2024, en vista de la sorprendente resistencia de los indicadores económicos este 3T. En cuanto a los tipos de interés, la mayoría de los miembros siguen proyectando una subida adicional antes de diciembre y el votante mediano sitúa ahora los tipos de interés a finales de 2024 y 2025 medio punto por encima de lo proyectado en junio (en el 5,1% y el 3,9%, respectivamente). Y es que la Fed ve necesario mantener la política monetaria restrictiva por bastante tiempo (*high for longer*), por lo que el presidente Jerome Powell trató de alejar la expectativa de bajadas de tipos en 2024 (véase la [Nota Breve](#)).

### EE. UU.: previsiones macroeconómicas de la Fed

	2024	2025	2026	Largo plazo
Crecimiento del PIB	1,5 (1,1)	1,8 (1,8)	1,8	1,8 (1,8)
Tasa de desempleo	4,1 (4,5)	4,1 (4,5)	4,0	4,0 (4,0)
Inflación general	2,5 (2,5)	2,2 (2,1)	2,0	2,0 (2,0)
Tipo de interés	5,1 (4,6)	3,9 (3,4)	2,9	2,5 (2,5)

Notas: Entre paréntesis, previsiones a junio de 2023. El PIB y la inflación se expresan en variación interanual respecto al 4T. La inflación corresponde al PCE. La tasa de desempleo corresponde al promedio del 4T.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

**La reunión de la Fed ha marcado el comportamiento de los mercados.** Así, la rentabilidad de la deuda soberana repuntó a ambos lados del Atlántico, aunque más intensamente en las referencias a medio plazo (5 años) de EE. UU., después de que la Fed publicase un *dot plot* previendo tipos de interés elevados por más tiempo. En Europa, el repunte de los tipos soberanos se dio después de que numerosos miembros del Consejo de Gobierno del BCE reiterasen, desde la reunión del pasado jueves, que los tipos de interés no tienen por qué haber tocado techo aún. Estas alzas de tipos han lastrado a los activos de riesgo, con los principales índices bursátiles registrando pérdidas generalizadas, más acusadas en el Nasdaq, dada la sensibilidad de las empresas tecnológicas a los mayores tipos de interés, y en el Hang Seng de Hong Kong, que sigue cotizando las dudas sobre la economía china. También el precio del crudo se ha visto afectado y termina plano la semana, aunque en el entorno de máximos del año. En este contexto, el dólar prolongó su *rally* veraniego y se apreció especialmente frente al yuan y frente a la esterlina, debilitada por un BoE que mantuvo inesperadamente los tipos de interés sin cambios, una pausa *dovish* espoleada por la sorpresa a la baja del dato de inflación de agosto. El dólar no obstante se mantuvo plano frente al euro y con una leve apreciación frente a un yen que se sitúa ya en niveles en los que el Gobierno intervino para sostenerlo en el pasado, lastrado por un BoJ que mantuvo sin cambios los tipos de interés.

		21-9-23	15-9-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
<b>Tipos</b>		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,96	3,88	8	182	284
	EE. UU. (SOFR)	5,40	5,40	+0	81	186
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	4,22	4,17	+6	93	178
	EE. UU. (SOFR)	5,47	5,42	+5	60	120
Tipos 10 años	Alemania	2,74	2,68	6	30	77
	EE. UU.	4,49	4,33	16	62	78
	España	3,80	3,74	5	28	71
	Portugal	3,48	3,42	6	4	51
Prima de riesgo (10 años)	España	106	107	-1	-2	-6
	Portugal	74	75	-1	-26	-26
<b>Renta variable</b>		(porcentaje)				
S&P 500		4.330	4.450	-2,7%	12,8%	15,2%
Euro Stoxx 50		4.213	4.295	-1,9%	11,0%	22,9%
IBEX 35		9.549	9.550	0,0%	14,8%	22,8%
PSI 20		6.163	6.204	-0,7%	7,6%	8,5%
MSCI emergentes		956	985	-2,9%	0,0%	3,6%
<b>Divisas</b>		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,066	1,066	0,0%	-0,4%	8,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,867	0,861	0,7%	-2,1%	-0,8%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,306	7,276	0,4%	5,9%	3,2%
USD/MXN	pesos por dólar	17,233	17,078	0,9%	-11,6%	-13,6%
<b>Materias Primas</b>		(porcentaje)				
Índice global		106,1	107,5	-1,3%	-6,0%	-8,6%
Brent a un mes	\$/barril	93,3	93,9	-0,7%	8,6%	3,1%
Gas n. a un mes	€/MWh	39,1	36,5	7,2%	-48,8%	-79,1%

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