

num#2 Julio'23 MacroInsights



Coyuntura macro

Las previsiones de la economía española son **positivas** a corto plazo: el RealTimeTracker, nuestro nuevo modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima un **crecimiento** intertrimestral del PIB en torno a un **+0,6%** en el 2T23, en línea con el registro del 1T23.

Ahora bien, la evolución de los indicadores específicos es mixta: algunos indicadores de **consumo** y **mercado de trabajo** han tenido un impacto acumulado **negativo**. Por el contrario, **construcción** y **producción** industrial han logrado compensar.



Enfoque global

La evolución de la política monetaria europea se moverá en los próximos meses entre dos escenarios:

→ **Optimista**: el fin de las subidas está muy cerca; los tipos bajarán a partir de **verano de 2024**.

→ **Pesimista**: los tipos seguirán escalando y empezarán a relajarse a **mediados de 2025**.

El escenario final dependerá especialmente de la evolución de la inflación general (y, cada vez más, de la subyacente), seguido de otros factores como la evolución y condiciones del crédito o la negociación salarial.



Perspectiva micro

El endurecimiento de la política monetaria se está transmitiendo al **crédito**, con una **demanda más baja y condiciones más restrictivas** por el lado de la oferta. La fortaleza de partida del balance de los hogares para resistir la subida de tipos es significativa, pero los **deudores hipotecarios de menor renta** constituyen un colectivo vulnerable que podría verse **seriamente afectado** si los tipos siguen subiendo o se mantienen altos mucho tiempo.



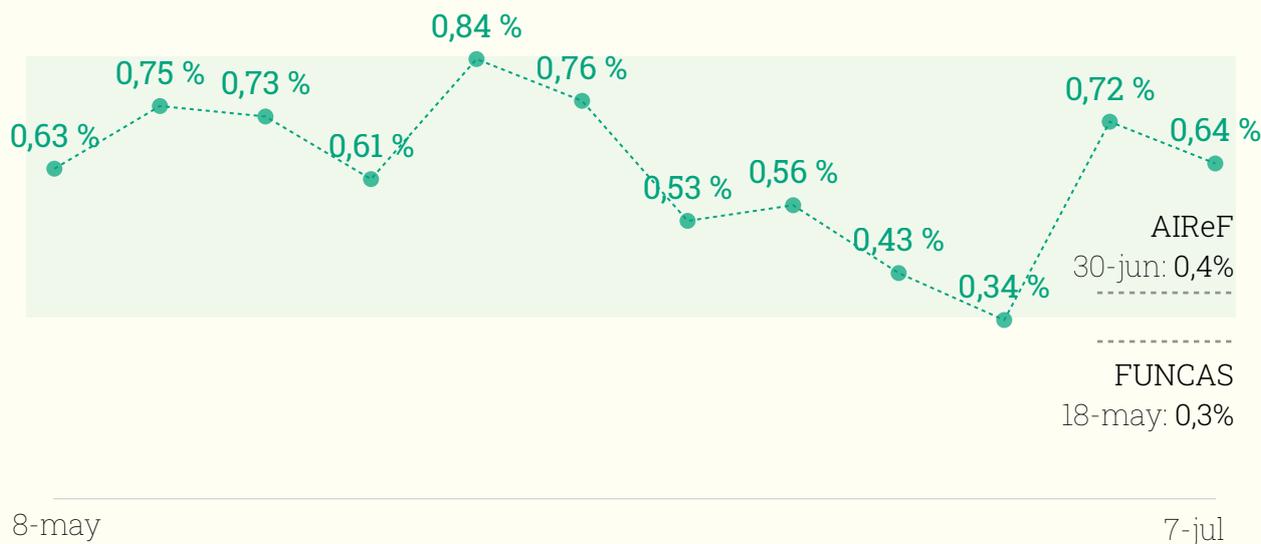
Coyuntura macro

La desaceleración, ¿llegará?

El dinamismo de la economía española se habría extendido al 2T23. Las tasas de **crecimiento** del PIB en el 3T22 (0,4% trimestral), 4T22 (0,5%) y 1T23 (0,6%) se habrían mantenido en el segundo cuarto del año con un **avance** del **+0,6%**, según nuestro RealTimeTracker [cuya metodología explicamos en el anexo de cierre].

Desde que comenzó el trimestre nuestra estimación ha oscilado entre el 0,5% y el 0,8%. El mejor pronóstico se registró a principios de junio y desde entonces ha venido mostrando tasas algo más moderadas que son, no obstante, sensiblemente superiores a las estimadas por Funcas y AIReF.

Fig 1 **Evolución de la estimación de crecimiento intertrimestral PIB del segundo trimestre según nuestro RealTimeTracker**



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

Desde principios de junio se han registrado **leves sorpresas positivas** en la construcción y, de forma más nítida, en la industria:

- En la **construcción**, la **cartera de pedidos** del sector ha mejorado, compensando peores registros en el número de **nuevas viviendas** y de **visados de obra nueva**.
- En la **industria**, los datos más recientes de la **producción industrial** y **stock de productos terminados** también sorprendieron al alza, compensando peores registros en el **índice de gestión de compras** o la **cartera de pedidos** del sector.

En contraste, la reducción en la cifra estimada por el RealTimeTracker en las últimas semanas tiene su origen en:

- los **servicios** por el lado de la oferta [**índice de gestión de compras** · **número de viajeros** · **cifra de negocio del transporte**]; con escasas excepciones, como la cifra general de negocios del sector servicios, que se mantuvo en positivo.
- el **consumo** por el lado de la demanda [**ventas interiores** · **consumo minorista** · **consumo de energía**].

A ello hay que sumar que, en un contexto de desempeño muy favorable del empleo, en las últimas semanas se ha registrado cierto deterioro del mercado laboral con una **leve reducción** de la **afiliación desestacionalizada** en junio.

Fig 2 Factores que marcan la evolución de nuestro pronóstico del PIB en tiempo real y dirección en la que influyen

	En la última semana	Durante todo el trimestre
Comercio y Consumo	↓↓	↓↓
Construcción	↑	↑
Hostelería y Turismo	↓	↑↑
Industria	↑↑	↓↓
Mercado de trabajo	↓	↑
Otra actividad	=	↑
Otros servicios	↓	↑
Transporte y almacenamiento	=	↑

Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

De cara al **3T23** el RealTimeTracker **anticipa señales de enfriamiento en el crecimiento del PIB**, aunque aún es pronto para ofrecer estimadores cuantitativos fiables: es necesario esperar a los indicadores a cierre de julio. Con todo, se pueden anticipar escenarios de crecimiento para el conjunto del año: incluso un estancamiento desde julio dejaría el avance de 2023 en el 2,3%.

Aunque estas cifras de crecimiento son superiores a la de la mayoría de los países UE, hay que ser conscientes de que **España está en el furgón de cola europeo de crecimiento acumulado**: nuestra economía sólo ha podido recuperar el nivel de PIB pre-pandemia a cierre del 1T23 según la última contabilidad nacional publicada por el INE a finales de junio.

 Enfoque global

El incierto futuro de los tipos de interés

La eurozona ha completado tres lustros de crisis encadenadas y desafíos estructurales motivando un cambio profundo en la política monetaria

- **2008-09 Cae Lehman Brothers** Bajada de tipos de emergencia: 4% → 1%.
- **2010-12 Crisis de deuda** Momento "Whatever it takes": puesta en marcha de programas de compra de deuda: Security Markets Program + Outright Monetary Purchases (nunca utilizado, pero clave en ofrecer respaldo).
- **2013-19 Desinflación persistente** Tipos mínimos históricos cercanos al 0% además de herramientas no convencionales: préstamos a largo plazo (LTROs) y *quantitative easing* (QE) con compra de activos (APP).
- **2020-21 Pandemia** Se añaden herramientas expansivas no convencionales de emergencia.
- **2022-23 Invasión de Ucrania + inflación** 8 subidas de tipos consecutivas hasta el 4% entre jul-22 y jun-23; inicio del *quantitative tightening* (QT) y fin de la compra de activos desde dic-22.

El año 2022 se saldó en la eurozona con una recuperación económica positiva en un contexto de extrema incertidumbre. Los riesgos geopolíticos y financieros se dispararon desde el inicio de la guerra, acentuando los problemas de abastecimiento de materias primas y de otras perturbaciones globales de oferta que venían ya acumulándose en 2021. En consecuencia, el **área del euro** (que sorteó en marzo un conato de crisis bancaria por la caída de SVB en Estados Unidos y de Credit Suisse a este lado del charco) ha venido sufriendo la **mayor presión de precios que se recuerda**.

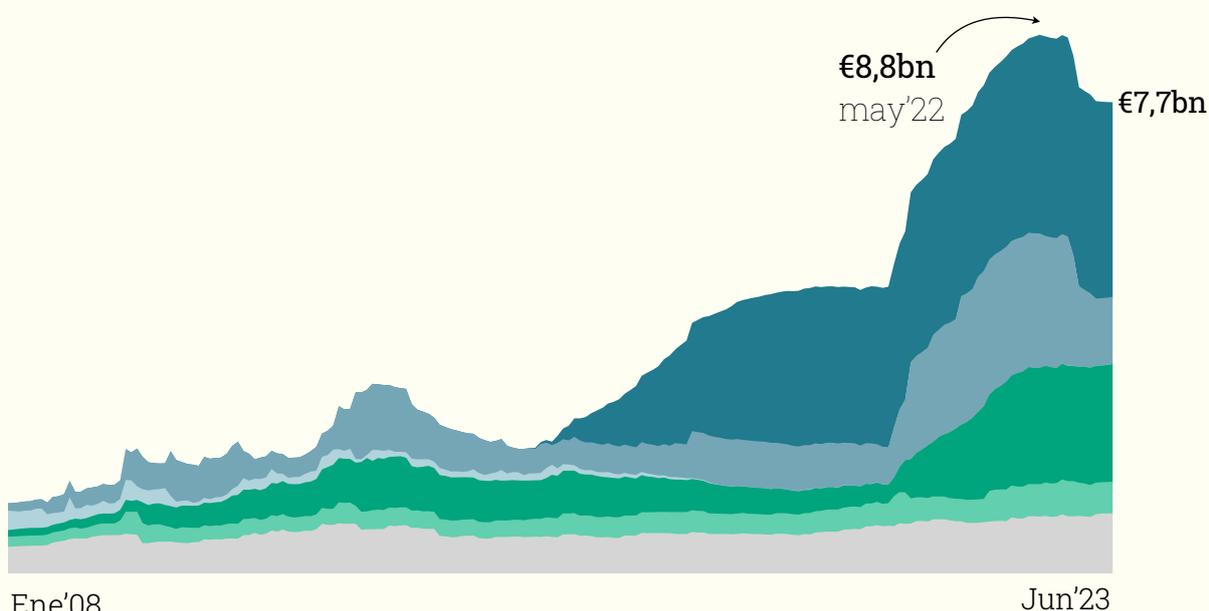
El Banco Central Europeo ha afrontado la amenaza de una espiral inflacionaria, cumpliéndose ahora **un año de endurecimiento continuado de la política monetaria**. Desde julio de 2022 ha aumentado tipos de forma ininterrumpida, reunión tras reunión del Consejo de Gobierno, hasta el 4% actual. Es **muy probable que los vuelva a subir hasta el 4,25%** en la próxima reunión del 27 de julio, en lo que sería el noveno incremento consecutivo. Estamos presenciando, así, un endurecimiento monetario inédito, el más intenso de la aún corta historia de la divisa única iniciada en 1999.

En paralelo, el BCE ha empezado a **detener o revertir los estímulos** a través de políticas no convencionales (*Quantitative Tightening* - QT), pues es necesario acompañar las subidas de tipos con una reducción del balance para que la

política monetaria sea coherente en su conjunto. Su presidenta, Christine Lagarde, anunció el pasado diciembre que la institución dejaría de comprar activos para reemplazar los que venzan, y así mantener el balance constante, y que empezaría a reducirlo a razón de 15.000 millones al mes desde marzo. Estas medidas, antes censuradas, llevan años incorporadas al *toolbox*: los préstamos al tipo de referencia prácticamente ya no existen y han sido sustituidos por préstamos a mayor plazo, y de que **las compras de activos suponen casi dos tercios de todo el balance del Eurosistema** y un 36% del PIB de la eurozona.

Fig 3 **Activos en el balance del Eurosistema**

Divisa extranjera, euros sin APP (incluye PEPP); facilidades a corto (MRO), a largo (LTRO, TLTRO), APP (QE); otros



Fuente: BCE, saldos a fin de mes. La compra de activos (QE) se recoge en el programa APP y suma bonos públicos (programas PSPP) y privados (CBPP), detitulización de activos (ABSPP) y garantizados (CPBB3), así como el PEPP.

Pero el éxito de estas medidas sigue debatiéndose. Además, **es incierto cómo actuará el BCE** en los próximos trimestres. Como indica la directora gerente del FMI, la banca central debería admitir que la inflación está tardando demasiado en retornar al objetivo del 2%.

En este camino, podemos perfilar **dos escenarios** con implicaciones muy distintas. Estos deben entenderse como **extremos en un continuo**.

La política del BCE caerá más cerca de **uno** o del **otro** en función de cómo evolucionen los factores de apoyo, referidos aquí por orden de importancia para el propio BCE, especialmente la **evolución de la inflación** (general y, cada vez más, la subyacente), seguidos de la **evolución y condiciones del crédito** o la **negociación colectiva de los salarios**.

Escenario **optimista** · subidas hasta jul-23 (4,25%) → bajada verano'24 → 3% en 2025

Factores de apoyo

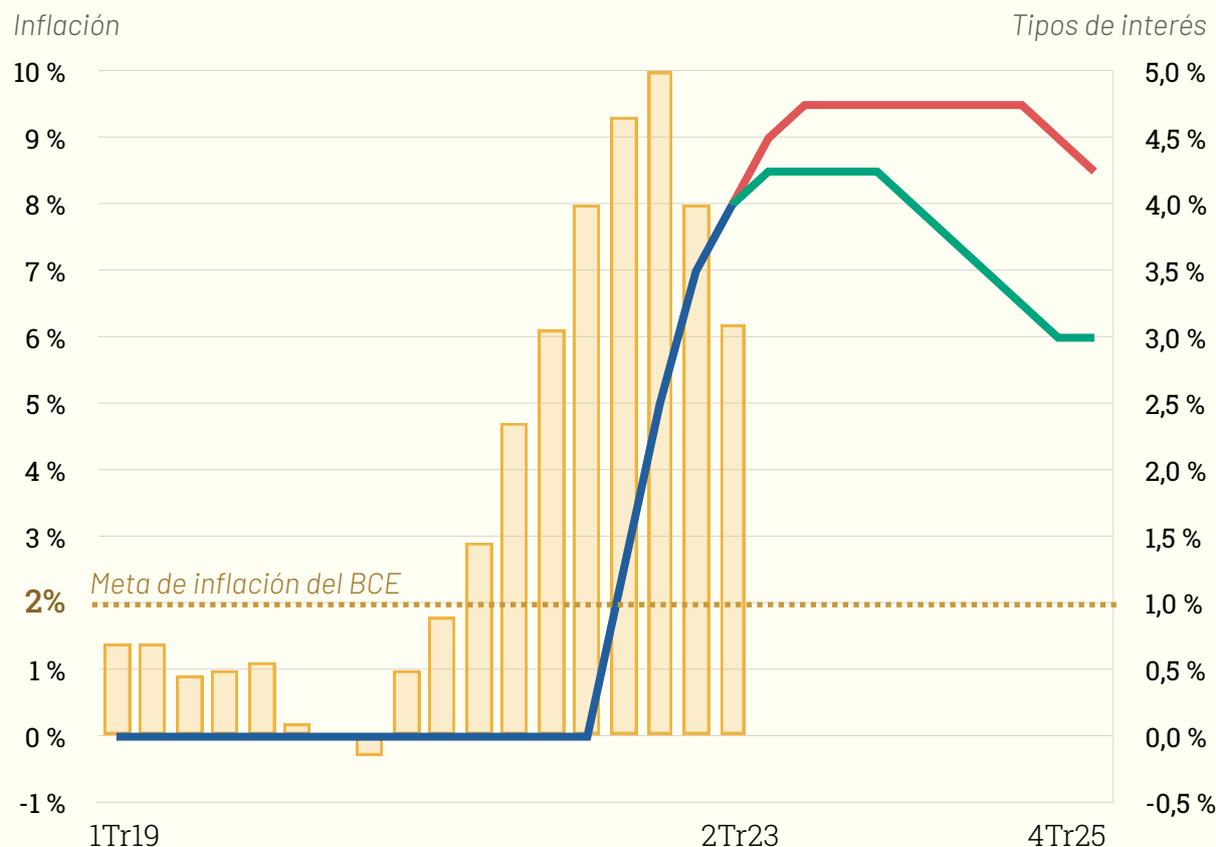
1. La **inflación** lleva **ocho meses a la baja**. El cambio de punto de comparación interanual creará percepción de incremento, pero podría retornar al objetivo a finales de 2024. El BCE (que define su posición monetaria en función de ella) **prevé ahora** que la inflación caiga al 3% en 2024 y quede muy cerca del 2% objetivo en 2025.
2. Los **canales de transmisión de la política monetaria** parecen estar funcionando: escasa divergencia entre las **primas de riesgo** dentro de la eurozona, condiciones más restrictivas en la **oferta de crédito** en todos los países, **demanda de crédito** a la baja y una **volatilidad** de mercado aceptable.
3. Los futuros y las **previsiones** anticipan **reducciones** en los **precios de las materias primas**, sobre todo las **energéticas**, en un contexto de menor dependencia externa de la eurozona. Estas señales condicionarán la evolución prevista de la inflación.
4. Los **efectos contractivos sobre la actividad económica** ya se perciben, pero hay que contar además con el retardo en el impacto de tipos de interés. Las señales tempranas pueden llevar al BCE a **evitar nuevas subidas de tipos** y esperar al efecto de las medidas restrictivas puestas en marcha, reduciendo también los riesgos para la estabilidad financiera y accidentes bancarios.
5. Los **cuellos de botella en las cadenas globales** están en su nivel más relajado en 25 años según algunas **métricas**, **rebajando la presión inmediata** que ponía la demanda sorprendentemente activa y dinámica sobre factores de oferta con cadenas dislocadas.

Escenario **pesimista** · subidas hasta otoño'23 (cerca 5%) → mantiene '24 → bajada en '25

Factores de apoyo

1. La **inflación subyacente** (excluyendo energía y alimentos) persiste. Ha desafiado las expectativas a la baja en países como España o Alemania y lleva un semestre en máximos en la eurozona. El BCE le ha ido otorgando al índice subyacente cada vez mayor peso, al mostrar una evolución más estructural y menos volátil.
2. Hay **convenios con alzas salariales significativas** (y en muchos casos multianuales) en cada vez más sectores y jurisdicciones, que podrían producir efectos de segunda ronda sobre la inflación. Este factor es cada vez más relevante para el BCE: afecta tanto a la formación de precios y salarios como a las **expectativas de inflación a medio plazo**.
3. Pese al año de subidas de tipos y la normalización del crédito tras la pandemia, los **préstamos al sector privado** siguen creciendo cerca del 3%, indicando que la **demanda de crédito sigue demasiado pujante** y podría requerir una mayor restricción monetaria.
4. El **apoyo fiscal y crediticio** público en reacción a la pandemia no ha caído lo suficiente, dificultando que la restricción monetaria consiga contrarrestar la política fiscal expansiva. Es un factor relevante para el BCE, pero que cae fuera de su radio de acción.
5. El **mercado laboral** continúa sobrecalentado y soporta la demanda, que sigue a su vez presionando precios. Los niveles de **paro** y de **empleo** en el área del euro están en mínimos y máximos históricos, respectivamente.
6. Los **episodios históricos** muestran que la **desescalada de la inflación es más lenta que la escalada**. En la medida en que los actores económicos lo tienen internalizado, esto podría obligar al BCE a reaccionar de manera aún más restrictiva para compensar sus expectativas.
7. Las **expectativas positivas** por parte del mercado se basan en proyecciones del BCE que llevan años fallando de manera recurrente debido a que sus modelos de base no parecen todavía capaces de integrar factores que ya se han probado relevantes y persistentes.

Fig 4 **Inflación interanual**, **evolución de tipos de interés del BCE**, y **escenarios optimista y pesimista**



Fuente: Eurostat, BCE y elaboración propia. Tasa principal de política monetaria (MRO) a final de periodo.

© Focus La necesidad de nuevas políticas monetarias a largo plazo

→ Más allá del escenario que finalmente se materialice, es necesario considerar que **la política monetaria del futuro podría parecerse poco a la actual**.

→ Dado que las previsiones y los modelos en que se basan **han fallado en prever la velocidad y persistencia de la explosión inflacionaria**, parte de la academia y la banca central han empezado ya a considerar que el cóctel de factores que la ha generado podría ser estructural.

→ Ello tendría **implicaciones profundas de policy sobre la reacción que la banca central debería adoptar** para que la reacción monetaria sea adecuada y eficaz en controlar la inflación. Existen consecuencias importantes de admitir que algunos factores causantes del estallido actual de precios habrían llegado para quedarse (como una geopolítica más inestable, pandemias, riesgos de una transición climática desordenada, riesgos de reestructuración de las cadenas globales de valor, etc., según analizaba la Directora Gerente del FMI), lo que sin duda complicará el trabajo del BCE y otros bancos centrales.

 Perspectiva micro

Hogares, bajo nueva presión crediticia

El endurecimiento de la política monetaria se está transmitiendo progresivamente al crédito dirigido al sector privado, **dificultando el consumo de los hogares y la inversión de las empresas** tras dos años de inflación desaforada. En el caso de los hogares, ha disminuido la demanda de crédito. La financiación viva a las familias está en negativo desde feb-23, intensificando su contracción mes tras mes.

No obstante, **la situación de partida para afrontar la subida de los tipos de interés es sólida**: la deuda de hogares tocó máximos en 2010 (85,0% del PIB) y tras años de desapalancamiento se ha reducido ahora al 50%, favorecida sin duda por la inflación en el último bienio, que ha elevado el PIB nominal del denominador de la ratio deuda/PIB. El 73% de la deuda viva total es financiación hipotecaria (cerca de medio billón de euros, un 37% del PIB).

La caída del crédito a hogares se debe, en gran parte, a la contracción de los nuevos flujos, que se ha reducido un 8,9% interanual acumulado en los primeros cinco meses del año, aunque la evolución es desigual por segmentos: **sigue disparado el crédito al consumo** (7,9%) mientras **cae el crédito a otros fines** (-4,8%) y se desploma el hipotecario (-17,3%). Parece que muchos hogares han retrasado su entrada en el mercado inmobiliario, posiblemente en respuesta a la incertidumbre económica, la erosión de los salarios reales y las subidas de tipos, entre otros factores.

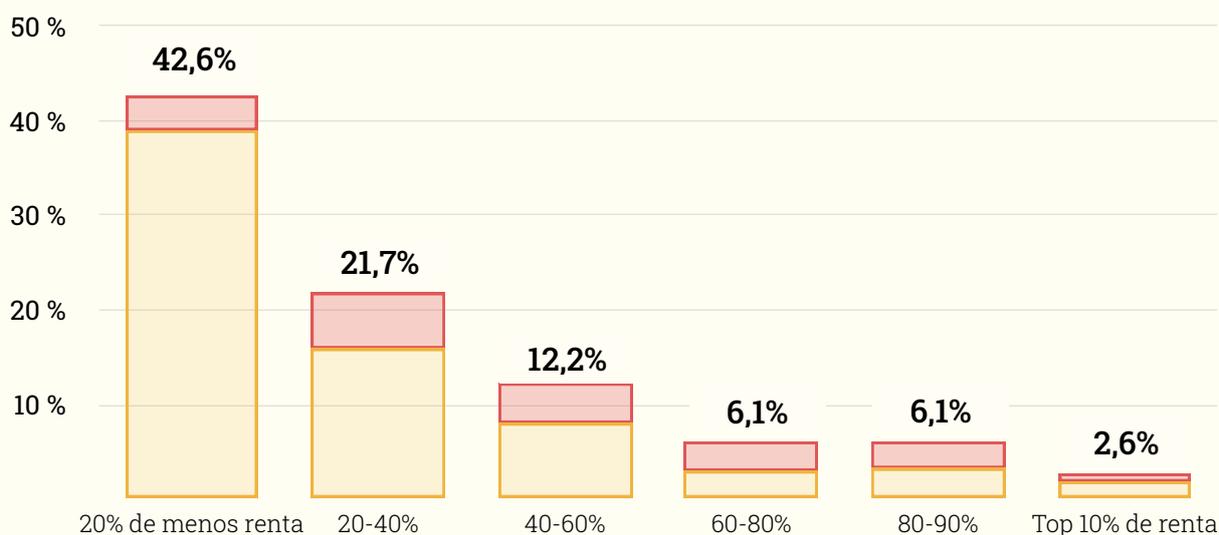
También las entidades bancarias han respondido a la política monetaria restrictiva **endureciendo la oferta de crédito** mediante criterios de concesión y **condiciones más restrictivas en los nuevos préstamos**, sobre todo a los hogares. Lo achacan al deterioro de la solvencia de los prestatarios y de las perspectivas macroeconómicas, así como al aumento de sus costes de financiación por el incremento de los tipos de interés.

- A favor de la solvencia de los deudores hipotecarios juega la **buena marcha del empleo**, la **mayor proporción actual de hipotecas a tipo fijo** o la **baja morosidad** en la deuda hipotecaria (de apenas un 2,4%, el menor nivel desde 2008). Además, el precio de la vivienda sigue siendo relativamente elevado, manteniendo la calidad de la garantía que asegura el préstamo.
- Sin embargo, preocupa la **solvencia** y también **capacidad de repago del crédito hipotecario** por parte de las familias más vulnerables. De los casi 11 millones de familias con deuda, el Banco de España **considera** 1,5 millones en situación

“frágil”, el 14% del total. Este segmento de las familias más endeudadas dedican un elevado 40% de sus recursos al pago de su deuda y podría experimentar serios problemas para cumplir sin cortar su consumo de forma severa.

El BdE estima que del millón y medio de deudores “frágiles”, alrededor de un tercio podría solicitar acogerse al **nuevo código de buenas prácticas de 2022** que ajustó el original de 2012, pero muchos no lo hacen. Entre 2014 y 2022 sólo se acogió un 1,2% de los deudores, lo que cuestiona su eficacia y ha motivado nuevas y dispares propuestas (como la novación para extender por tres años el plazo de vencimiento de las hipotecas a tipo variable) de protección del deudor hipotecario, que **adolecen de diseño adecuado** y no tienen en cuenta los costes para las entidades, acarreando incluso riesgos para la estabilidad financiera.

Fig 5 Hogares que dedican más del 40% de su renta al pago de deuda por nivel de ingresos Con tipos al 3,5% y al 4%



Fuente: Belén Trincado / Cinco Días a partir de datos del Informe de Estabilidad Financiera de primavera 2023 del Banco de España.



Macro**Insights**



esade

EsadeEcPol - Center for Economic Policy

Equipo editorial, de análisis y visualización de datos:

Fernando Gutiérrez del Arroyo · Juan Pablo Riesgo · Manuel Hidalgo · Ignacio García López · Teresa Raigada · Jorge Galindo

ey.com/es_es/ey-insights - esade.edu/ecpol

eyinsights.spain@es.ey.com

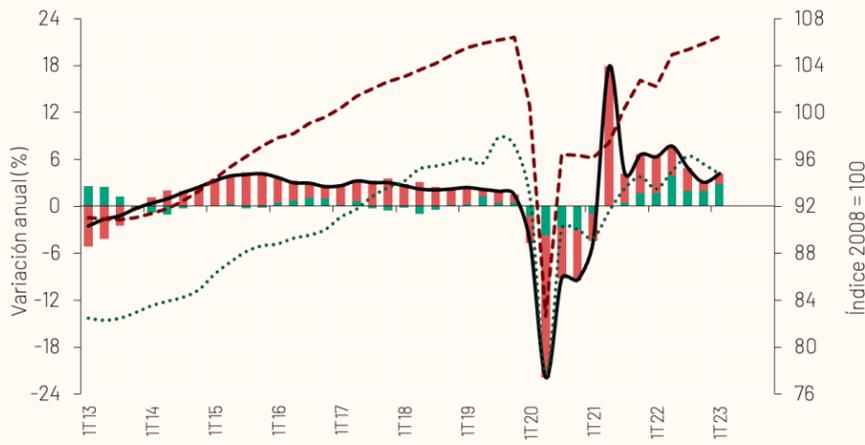
esadeecpol@esade.edu

Zona de consulta - Seguimiento de indicadores clave

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	→ Var. interanual				
								1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
Contabilidad Nacional - variaciones												
PIB	3,0	3,0	2,3	2,0	-11,3	5,5	5,5	6,3	7,7	4,9	3,1	4,2
Demanda interna (1)	2,4	3,0	2,6	1,4	-8,6	5,7	3,1	4,6	3,7	2,9	1,1	1,4
Demanda externa (1)	0,7	0,0	-0,3	0,6	-2,7	-0,2	2,4	1,7	3,9	2,0	1,9	2,8
Gasto en consumo final	2,3	2,5	1,8	1,3	-8,4	5,1	3,0	3,0	3,0	3,2	2,9	1,6
Privado (2)	2,6	3,0	1,8	0,9	-12,4	6,0	4,5	4,7	5,2	5,0	3,0	1,6
Público	1,0	1,0	2,3	1,9	3,5	2,9	-0,7	-1,2	-2,6	-1,3	2,5	1,4
Formación Bruta de Capital Fijo	2,4	6,8	6,3	4,5	-9,7	0,9	4,6	3,8	6,0	6,3	2,5	0,7
Construcción	1,6	6,7	9,5	7,2	-10,2	-3,7	4,7	0,6	6,5	6,9	4,7	4,9
Maquinaria y bienes de equipo	1,9	9,2	4,6	2,4	-12,6	6,5	4,1	7,1	4,7	5,0	-0,5	-5,2
Exportaciones	5,4	5,5	1,7	2,2	-19,9	14,4	14,4	17,1	20,1	14,2	7,2	10,2
Importaciones	2,6	6,8	3,9	1,3	-14,9	13,9	7,9	12,6	8,6	8,8	2,1	3,3
PIB nominal	3,4	4,3	3,6	3,5	-10,2	7,9	10,0	10,2	12,1	9,4	8,3	10,7
Nivel en MM€ (3)	1.114	1.162	1.204	1.246	1.118	1.207	1.327	1.236	1.272	1.301	1.327	1.361
Remuneración de asalariados	2,2	4,0	4,2	6,2	-4,1	5,3	6,5	6,1	7,7	5,6	6,5	7,8
Excedente bruto de explotación	4,9	4,6	2,5	1,2	-14,5	7,8	15,4	12,4	16,4	15,2	17,4	16,3
Impuestos netos	2,0	4,8	5,3	1,1	-20,1	23,2	4,7	21,8	15,9	5,0	-19,9	1,5
Coste Laboral Unitario	-0,8	0,5	1,8	3,7	7,7	0,2	0,4	-1,1	-0,7	0,3	3,0	3,2
Productividad por ocupado	0,2	0,1	0,1	-1,3	-4,8	-1,0	1,6	1,0	2,5	2,0	1,0	1,9
Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas - niveles y variaciones												
Índice de sentimiento económico - nivel (1)	106,0	109,2	108,0	104,7	89,9	105,1	101,3	108,4	101,8	97,0	97,9	100,4
Confianza del consumidor (1)	93,9	97,1	95,6	93,6	77,5	87,1	73,6	81,8	73,2	67,4	71,8	76,9
PMI manufacturas - nivel (2)	53,2	54,8	53,3	49,1	47,5	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	50,1
PMI servicios - nivel (2)	55,0	57,4	54,8	53,9	40,3	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	56,3
Índice de Producción industrial - variación (3)	1,9	3,1	0,4	0,6	-9,5	7,3	2,8	1,5	4,4	4,6	0,8	1,4
Bienes de consumo (3)	1,9	0,9	-0,7	1,5	-7,5	7,7	4,1	4,4	6,8	4,2	1,2	2,2
Bienes intermedios (3)	2,4	4,9	1,2	-0,7	-7,7	9,5	-1,6	-0,3	0,5	-3,2	-3,4	-2,0
Cifra de negocios en industria - variación (3)(4)	1,0	8,0	4,0	0,5	-12,0	16,1	21,5	16,8	29,8	24,6	15,2	9,2
Índice de actividad en servicios - variación (3)(4)	4,2	6,7	5,8	4,0	-15,7	15,5	20,3	20,9	25,3	21,4	14,3	9,9
Ventas reales minoristas - variación (3)(5)	3,8	0,9	0,7	2,3	-7,1	3,8	0,8	0,2	1,1	0,2	1,9	6,6
Matriculaciones de turistas - variación (3)	11,7	7,9	7,8	-5,5	-32,0	3,3	-6,1	-7,5	-17,6	0,7	11,5	11,2
Entrada de turistas - variación (13)	10,1	8,7	1,1	0,8	-77,3	64,7	129,8	700,4	389,3	79,8	36,5	41,2
Pernoctaciones totales - variación (13)	7,4	2,8	-0,2	0,9	-73,1	87,4	85,6	393,3	250,2	44,0	23,3	26,6
Afiliados a la Seguridad Social - variación (3)	3,0	3,6	3,1	2,6	-2,0	2,5	3,9	4,6	4,7	3,5	2,7	2,5
Paro registrado - variación (3)	-8,6	-9,3	-6,5	-3,9	18,0	-4,3	-16,8	-21,4	-21,5	-13,4	-9,4	-7,0
Salario medio - variación (6)	0,2	-0,1	0,7	0,9	0,3	1,0	3,7	3,0	3,9	3,9	4,0	5,0
Tasa de desempleo - nivel	19,6	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	13,3
Exportaciones reales de bienes - variación (7)	3,5	8,2	-0,1	1,1	-9,3	11,6	3,9	4,7	4,5	5,3	1,4	3,5
Importaciones reales de bienes - variación (7)	-1,7	0,7	3,0	0,6	-0,7	8,6	18,3	9,8	13,3	8,7	-1,4	-3,2
Términos de intercambio (8)	1,4	-4,0	-1,5	0,7	2,6	-3,3	-6,3	-8,5	-5,6	-9,1	-2,6	3,3
Saldo comercial real - nivel en MM€ (7)(9)	-34,4	-29,9	-33,4	-33,7	-22,7	-25,1	-36	-28,8	-35,3	-38	-36	-31,3
Variación en %	-3,1	-2,6	-2,8	-2,7	-2,0	-2,1	-2,7	43,2	68,6	73,5	43,6	8,7
Capacidad / necesidad financiera - % PIB (9)(10)	3,4 %	3,0 %	2,4 %	2,4 %	1,1 %	1,9 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	2,6 %
Saldo de la cuenta corriente - % PIB (9)	3,2 %	2,8 %	1,9 %	2,1 %	0,6 %	1,0 %	0,5 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	1,6 %
Nivel en MM€	35,4	32,2	22,6	26,2	6,8	11,5	7,3	8,1	7,8	6,1	7,3	21,5
Saldo de bienes y servicios no turísticos	1,1	-5,2	-14,1	-9,7	7,7	-0,9	-30,4	-12	-23,3	-31,7	-30,4	-17,9
Deuda externa neta - % PIB	-85 %	-86 %	-79 %	-74 %	-86 %	-72 %	-61 %	-68 %	-64 %	-59 %	-61 %	-
Saldo fiscal de las AAPP - % PIB (11)(12)	-4 %	-3 %	-3 %	-3 %	-10 %	-7 %	-5 %	-5 %	-5 %	-4 %	-5 %	-4 %
Deuda pública bruta - % PIB (11)(12)	99 %	99 %	98 %	96 %	120 %	118 %	113 %	117 %	116 %	116 %	113 %	113 %
Variables monetarias y financieras - niveles y variaciones												
Inflación general - variación	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	5,1
Diferencial España-UEM	-0,6	0,5	0,0	-0,4	-0,6	0,5	0,0	1,7	0,9	0,8	-3,5	-3,0
Inflación subyacente (1)	0,8	1,1	1,0	0,5	0,9	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	7,6
Deflactor del PIB	0,3	1,3	1,2	1,4	1,2	2,3	4,3	3,6	4,1	4,3	5,1	6,2
Precio de la vivienda - variación	4,7	6,2	6,7	5,1	2,1	3,7	7,4	8,5	8,0	7,6	5,5	3,5
Tipo de interés oficial - % (2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50
Posición Vs. Eurosistema - M€ (2)(3)	333	374	403	376	491	502	473	521	521	481	473	459
Tipo de interés del bono a 10 años - %	1,39	1,56	1,42	0,66	0,38	0,35	2,18	1,00	2,12	2,46	3,15	3,34
Prima de riesgo - puntos básicos	130	124	103	91	89	72	104	89	107	116	103	103
Precio petróleo Brent, spot - nivel en USD	43,6	54,1	71	64	42	71	101	100	114	101	89	81
Variación %	-16,6	24,0	32	-10	-35	69	43	65	65	37	11	-19
Tipo de cambio nominal EUR-USD	1	1	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,12	1,07	1,01	1,02	1,07
Variación %	-0	2	4,6	-5,2	1,9	3,7	-11,0	-6,9	-11,6	-14,6	-10,8	-4,4
TC Efectivo Real España - 1T08=100 (4)	91,3	92,5	94,2	92,6	92,9	93,5	91,9	93,7	92,2	91,6	90,0	91,3
TCER - Variación % (5)	0,8	1,3	1,8	-1,7	0,3	0,6	-1,7	0,3	-1,6	-1,8	-3,8	-2,6
Financiación a sectores residentes - variación (2)(6)	0,6	1,6	1,0	1,2	6,2	3,7	2,5	2,7	2,0	3,0	2,5	2,2
Empresas (2)(7)	-0,4	1,2	-0,1	1,9	6,3	2,4	0,0	1,0	0,0	1,6	0,0	-0,8
Familias (2)(8)	-1,4	-0,6	0,3	0,2	-0,5	1,0	0,6	1,4	1,4	1,2	0,6	-0,5
Financiación a sectores residentes - % PIB (2)(6)	244 %	235 %	231 %	225 %	265 %	254 %	237 %	251 %	247 %	243 %	237 %	232 %
Empresas - % PIB (2)(7)	80 %	76 %	72 %	70 %	83 %	78 %	71 %	76 %	75 %	74 %	71 %	68 %
Familias - % PIB (2)(8)	64 %	61 %	59 %	56 %	62 %	58 %	53 %	57 %	56 %	54 %	53 %	51 %
Tasa de morosidad - nivel en % (2)(9)	9,1	7,8	5,8	4,8	4,5	4,3	3,5	4,2	3,9	3,8	3,5	3,5

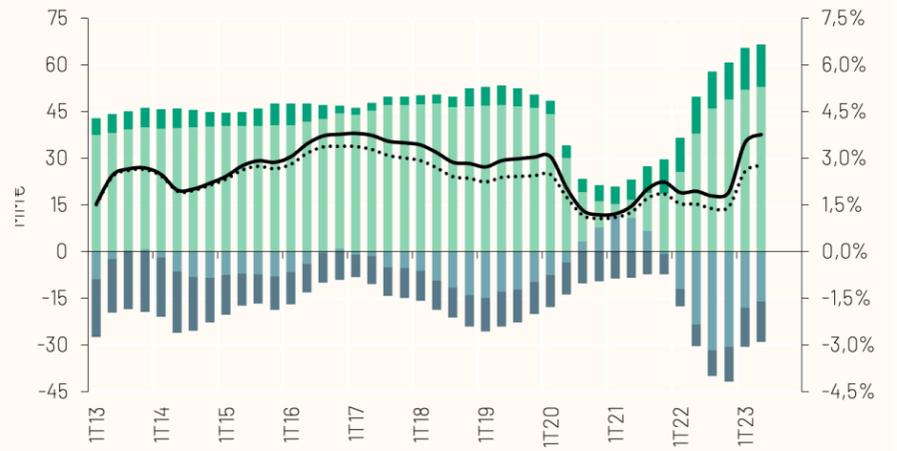
Zona de consulta - Evolución de tendencias fundamentales

Crecimiento PIB: — evol. indexada a 2T08 = 100
 %↑ **demanda interna** ... evol. indexada a 2T08 = 100
 %↑ **demanda externa** -- evol. indexada a 2T08 = 100



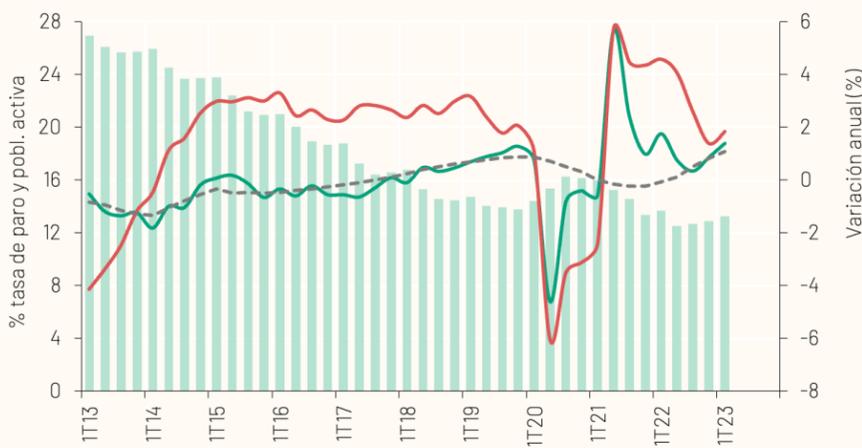
Fuente: INE (CNTR). Índices de volumen encadenado corregidos (cvec). (a) Contrib. al crec. interanual

Saldo de la balanza de pagos: cuenta de capital · turismo · b/s no turísticos · renta primaria y secundaria
 — capacidades vs de financiación -- en % PIB



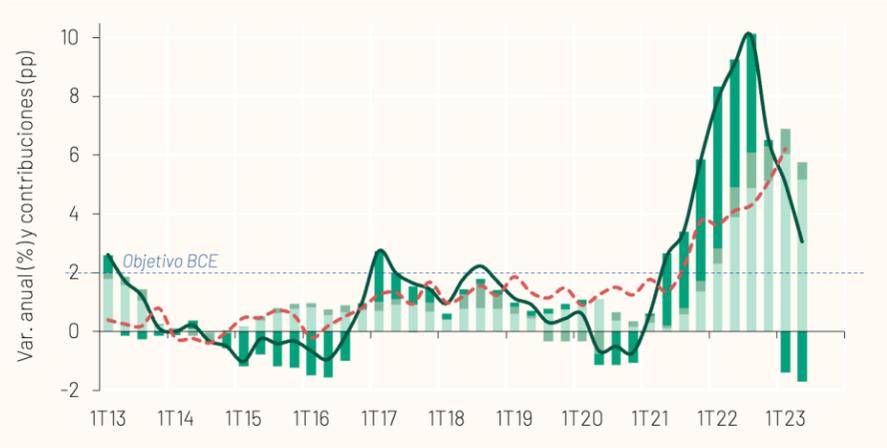
Fuente: BE. Series acum. a 12 meses. Cap./Nec neta de financ., aproximada por el saldo de Balanza de Pagos.

Mercado de trabajo: tasa de paro — %↑ de activos — %↑ de ocupados -- %↑ población en edad de trabajar



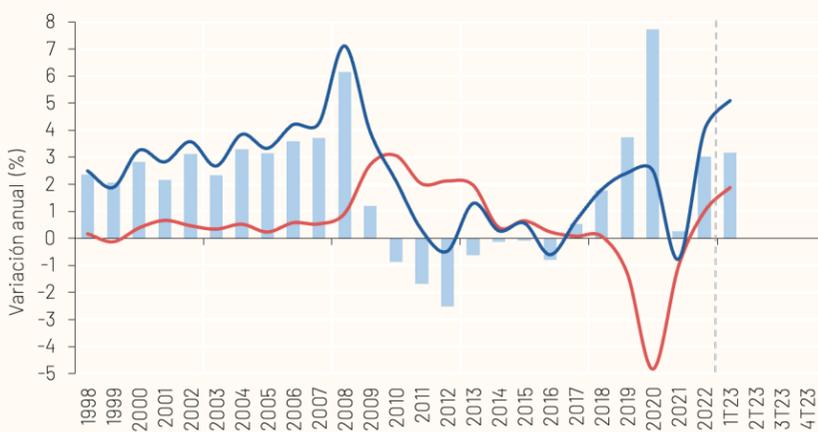
Fuente: INE (EPA). Series suavizadas.

Precios: energía · alimentos sin elaborar · IPC subyacente — IPC total -- deflactor del PIB



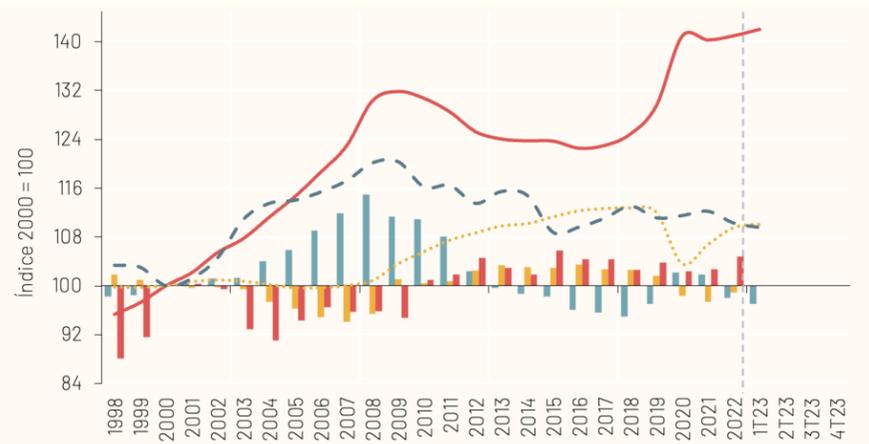
Fuente: INE. IPC subyacente (IPSEBENE) = alimentos elaborados + bienes industriales sin energía (BINE) + servicios. Las contribuciones del último trimestre pueden no coincidir con el IPC total si se dispone del dato

Competitividad: coste laboral unitario — remuneración por asalariado — productividad por ocupado



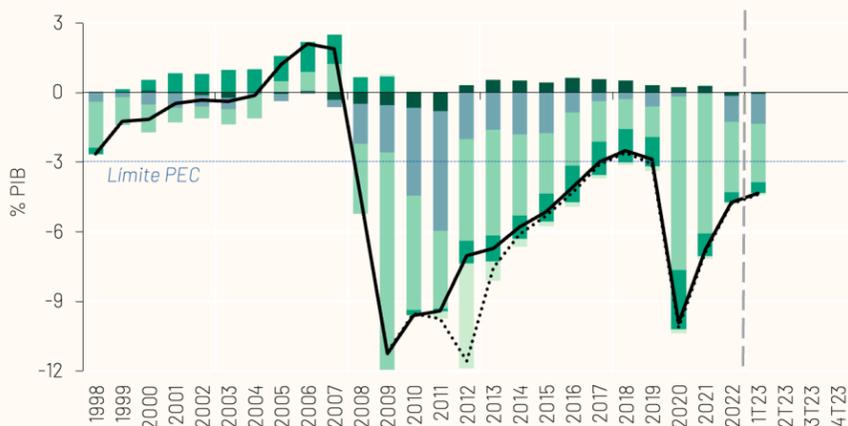
Fuente: INE (CNTR). La serie de ocupados es la de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (PTETC).

Competitividad: — tipo de cambio efectivo real ■ brecha acum. — coste laboral unitario ■ brecha — productividad real ■ brecha



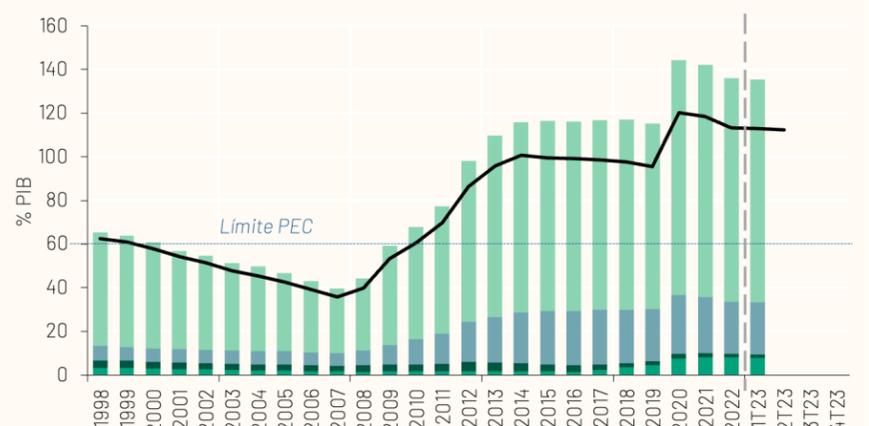
Fuente: Eurostat y BCE. Series brutas en promedio móvil de cuatro trimestres. TCER ajustado por IPC (ECB HCI EER-38).

Saldo fiscal: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales · apoyo financiero ... total AAPP — sin apoyo



Fuente: IGAE, serie acumulada a 4 trimestres. (a) Sin apoyos al sector financiero, que ascendieron a 2.059 mill. (2008-11), 46.693 mill. (2012) y 25.473 mill. (2013-22). En total del 2008 al 2022 totalizan 74.225 millones, un 5,6% del PIB de 2022.

Deuda pública bruta: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales — total AAPP



Fuente: Banco de España. Series PDE (salvo Total Pasivos Financieros). (*) La serie Total AA.PP. no es igual a la suma de sus partes, al consolidarse la parte en manos entre los distintos subsectores.

Fuentes y notas metodológicas

RealTimeTracker · Qué es y cómo funciona

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 40 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los 40+ indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

Zona de consulta · Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

Zona de consulta · Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100. (2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción. (3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec). (4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

Zona de consulta · Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente al 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

Zona de consulta · Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.