IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 471 | OCTUBRE 2022

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

Entrando en zona de turbulencias

Las tres claves del nuevo escenario económico español

MERCADOS FINANCIEROS
Bancos centrales y monedas digitales: una mirada al futuro del efectivo

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Inflación en EE. UU.: de definiciones y de factores

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Cambios en el mercado laboral en España

DOSSIER: EUROPA EN CLAVE ENERGÉTICA: DE LA GUERRA A LA TRANSICIÓN CLIMÁTICA

REPowerEU o cómo acelerar la transición energética para sobrevivir en el nuevo contexto geopolítico

Perspectivas de abastecimiento de gas en Europa: un juego de equilibrios

Europa y el propósito de desvincularse del petróleo ruso: un objetivo alcanzable a corto plazo

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 2022

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
Clàudia Canals y Nuria Bustamante
Coordinadoras del *Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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:
6 de octubre de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Bancos centrales y monedas digitales: una mirada al futuro del efectivo*
Roser Ferrer

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Inflación en EE. UU.: de definiciones y de factores*
Clàudia Canals

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

20 *Cambios en el mercado laboral en España*
Nuria Bustamante y Sergio Díaz

23 ECONOMÍA PORTUGUESA

24 *Portugal: vuelven los riesgos presupuestarios para 2023*
Vânia Duarte

27 DOSSIER: EUROPA EN CLAVE ENERGÉTICA: DE LA GUERRA A LA TRANSICIÓN CLIMÁTICA

27 *REPowerEU o cómo acelerar la transición energética para sobrevivir en el nuevo contexto geopolítico*
Javier Garcia-Arenas y Rita Sánchez Soliva

29 *Perspectivas de abastecimiento de gas en Europa: un juego de equilibrios*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster y Luís Pinheiro de Matos

31 *Europa y el propósito de desvincularse del petróleo ruso: un objetivo alcanzable a corto plazo*
Beatriz Villafranca

Entrando en zona de turbulencias

El endurecimiento de las condiciones financieras provocado por los movimientos de los bancos centrales en las últimas semanas, la elevada incertidumbre asociada a un escenario energético con escasa visibilidad, el aumento de la inestabilidad financiera y las primeras señales de enfriamiento del consumo anticipan los obstáculos que deberá afrontar el ciclo de actividad en los próximos trimestres, especialmente en la eurozona. El abrupto giro monetario que se ha producido desde el verano refleja que atajar las presiones inflacionistas demandará algo más que situar los tipos de interés en zona neutral y esto, en particular en Europa, supone un cambio importante en las hipótesis de partida de los escenarios económicos que, sumado a las tensiones en el mercado del gas, obligan a reestimar las previsiones. En nuestro caso, hemos revisado a la baja en 1,5 p. p. la previsión de crecimiento medio en la eurozona para 2023 hasta el 0,2% (1% en España) y al alza la de inflación en 1,4 p. p. hasta el 5,1% (4,5% en España). Este empeoramiento de la combinación de crecimiento e inflación no hace más que reflejar la persistencia de elevados desequilibrios entre oferta y demanda, cuya dilución se está retrasando más de lo esperado. La noticia positiva es que la brecha se debe ir reduciendo gracias al enfriamiento de la demanda ocasionado por las subidas de tipos de interés y a la paulatina limpieza de los cuellos de botella que ya se empieza a detectar, lo que debería propiciar una mejora del comportamiento de los precios y de la capacidad de compra de los agentes a partir de primavera. Especialmente si, como parece, esta fase de enfriamiento se produce sin un coste apreciable en términos de empleo y la política económica evita cualquier tipo de contagio al canal financiero.

En este sentido será fundamental mantener el equilibrio entre política monetaria y política fiscal y ser conscientes de que los mercados financieros van a operar en un régimen de elevada volatilidad e incertidumbre en los próximos meses, un caldo de cultivo perfecto para episodios de incremento de inestabilidad financiera, como el que recientemente se ha producido en el Reino Unido. El anuncio de un minipaquete fiscal con elevados recortes de impuestos (45.000 millones de libras esterlinas) en un contexto de importantes aumentos del gasto público para suavizar la factura energética provocó una intensa corrección en los mercados de deuda pública y en la cotización de la libra esterlina, más propia de una economía emergente que de un mercado tan líquido y profundo como el británico. Solo la intervención del Banco de Inglaterra anunciando un programa de compra de bonos durante dos semanas y la marcha atrás del Gobierno británico en la parte más polémica de las medidas consiguieron calmar las aguas. Una vez más se pone de manifiesto que es fácil perder la credibilidad, especialmente al inicio del mandato de un Gobierno, y el coste suele ser muy importante en términos de prima de riesgo. Puede ser un aviso para el nuevo Gobierno que se forme en Italia.

Por tanto, con la sensibilidad a flor de piel de los inversores, no parece un buen momento para que desde el lado fiscal se pongan palos en las ruedas del exigente proceso que están afrontando los bancos centrales, sobre todo cuando los programas de compra de las autoridades monetarias se van reduciendo y variables como el déficit público estructural van a volver al radar de los mercados financieros. De esta manera, la etapa del «café para todos» y «hagan con el presupuesto lo que deban, pero guarden las facturas» (FMI *dixit*) va a dar paso al empleo de la cirugía fiscal para ayudar a los sectores y agentes más vulnerables ante el cambio de las condiciones financieras y energéticas, pero sin comprometer los equilibrios presupuestarios de medio y largo plazo. Entramos en zona de turbulencias, donde la volatilidad y la incertidumbre aumentan, la estabilidad macroeconómica vuelve a estar en el foco y las impericias de los pilotos se suelen pagar caras. En estas circunstancias es cuando se pone en valor la solidez que supone estar cobijados bajo el paraguas del euro.

José Ramón Díez
Octubre 2022

Cronología

SEPTIEMBRE 2022

8 Fallece Isabel II de Inglaterra tras 70 años de reinado.
16 La muerte de Mahsa Amini desata una ola de protestas multitudinarias en Irán.
27 Sabotaje en los gasoeductos Nord Stream 1 y 2.
30 El Consejo Europeo aprueba medidas para reducir la demanda energética.

JULIO 2022

7 Dimisión de Boris Johnson como primer ministro del Reino Unido.
8 Asesinato de Shinzō Abe, ex primer ministro japonés.
28 Dimisión de Mario Draghi como primer ministro de Italia.

MAYO 2022

7 Los talibanes reintroducen el velo islámico obligatorio a las mujeres.
22-26 Foro Económico Mundial en Davos.
25 Nuevo tiroteo masivo en EE. UU. en una escuela de primaria.

AGOSTO 2022

Verano 2022 Olas de calor y sequía en Europa y otros países del mundo.
Verano 2022 Disrupciones de energía de Rusia a Europa.
31 Muere Mijaíl Gorbachov, el último presidente de la URSS.

JUNIO 2022

26 Cumbre del G7 en Alemania donde la guerra en Ucrania y la energía fueron los principales temas.
28 Cumbre de la OTAN en Madrid donde se señala a Rusia como la máxima amenaza directa.
30 Rusia avanza en el control del Donbás.

ABRIL 2022

1-31 Continúa la guerra ruso-ucraniana mientras Rusia suspende el suministro de gas a Bulgaria y Polonia. China confina numerosas ciudades ante el nuevo brote de COVID.
24 Emmanuel Macron es reelegido presidente de Francia.

Agenda

OCTUBRE 2022

3 Portugal: producción industrial (agosto).
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
6-7 Consejo Europeo.
10 España: cuentas financieras (2T).
11 Portugal: cifra de negocios en los servicios (agosto).
18 China: PIB (3T).
20-21 Consejo Europeo.
24 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
Portugal: deuda del sector no financiero (agosto).
27 España: encuesta de población activa (3T).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
EE. UU.: PIB (3T).
28 España: avance del PIB (3T).
España: avance del IPC (octubre).
Portugal: avance del IPC (octubre).
Portugal: *rating* Fitch.
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).
31 Portugal: avance del PIB (3T).
Eurozona: PIB (3T).

NOVIEMBRE 2022

1-2 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
Portugal: crédito de nueva concesión (septiembre).
4 España: producción industrial (septiembre).
9 Portugal: empleo (3T).
15 Japón: PIB (3T).
17 Portugal: indicadores coincidentes (octubre).
18 Portugal: *rating* Moody's.
25 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
29 España: avance del IPC (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
30 España: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).
Portugal: desglose del PIB (3T).
Portugal: avance del IPC (noviembre).

Las tres claves del nuevo escenario económico español

El cambiante entorno económico y geopolítico actual nos ha obligado a revisar una vez más el escenario de previsiones. A grandes rasgos, hay tres claves que definen el nuevo cuadro macroeconómico de la economía española que hemos elaborado en CaixaBank Research, y que comparten la mayoría de los organismos que han actualizado sus previsiones. Primera, el ritmo de crecimiento será inferior al que contemplábamos, pero no se espera una recesión y aún menos una que sea profunda o prolongada. Segunda, el impacto de la crisis energética en la economía española, si bien es significativo, es inferior al del conjunto de la eurozona. Y tercera, la incertidumbre es y seguirá siendo muy elevada, una muletilla que, pese a haberse convertido en un tópico, está cargada de contenido. Vayamos por partes.

La previsión de un menor ritmo de crecimiento responde, sobre todo, a la intensificación de la crisis energética y a la expectativa de que será más persistente de lo esperado hace unos meses. Un *shock*, por tanto, exógeno y difícilmente predecible, pero que hoy en día apunta a que presionará más de lo previsto la inflación (ahora la situamos en el 4,5% para 2023), y que ya está obligando al BCE a aumentar el ritmo de subidas de los tipos de interés.

La combinación de estos tres factores, *shock* de la energía, presiones inflacionistas y endurecimiento de las condiciones financieras, frenará el ritmo de avance de forma especialmente notable durante el segundo semestre de este año y el 1T 2023. Los indicadores del 3T ya apuntan en esta dirección. El consumo de los hogares se ha debilitado a causa, sobre todo, de la pérdida del poder adquisitivo que conlleva el aumento de los precios. Sin embargo, a nivel agregado lo está compensando la buena marcha del sector exterior, especialmente del turismo. Así, el crecimiento del PIB probablemente se sitúe apenas por encima del 0% este trimestre, y es de esperar que se mantenga en registros cercanos al 0% en el tramo final del año y a principios del próximo.

La velocidad a la que la economía empezará a recuperarse en primavera es difícil de anticipar. Durante el mes de septiembre, los futuros del precio del gas han indicado que las tensiones se mantendrán en cotas elevadas durante todo 2023, y el BCE ha dejado claro que seguirá subiendo los tipos de interés hasta bien entrado el año. Es por ello por lo que nuestro escenario supone que la recuperación será gradual, y sitúa el crecimiento de la economía española para el conjunto del 2023 alrededor del 1%, casi 1 p. p. por encima de la eurozona.

El menor impacto de la crisis energética en la economía española se debe, en gran medida, a la baja dependencia del gas ruso, a la elevada diversificación de sus proveedores y, sobre todo, a su elevada capacidad de regasificar gas natural licuado (España dispone del 34% de la capacidad instalada en la UE), lo cual disminuye la presión sobre los precios del gas que importa. Así, aunque el aumento del precio de referencia del gas en España, el Mibgas, haya sido muy pronunciado, no lo ha sido tanto como el del precio de referencia en el norte de Europa, el TTF (en promedio, el Mibgas se situó un 35% por debajo del TTF en septiembre). Si llevamos la situación al extremo, la probabilidad de que en España se tengan que efectuar cortes selectivos de suministro de gas es muy baja, mientras que en el norte de Europa esta posibilidad es mucho más real, con todo lo que ello acarrea en términos de incertidumbre.

Finalmente, cabe reiterar la dificultad para predecir la evolución de los principales condicionantes del escenario, así como su impacto en el conjunto de la economía. La incertidumbre que rodea el curso del conflicto geopolítico entre Rusia y los países de la OTAN, así como su impacto en el precio de la energía, y especialmente del gas, se pone de manifiesto a diario. Pero la evolución de las presiones inflacionistas es igualmente incierta. Es difícil predecir la magnitud y persistencia de los efectos indirectos del encarecimiento de la energía y otras materias primas al resto de bienes de la cesta de consumo, así como los potenciales efectos de segunda ronda que se podrían producir si el crecimiento de los salarios acaba siendo superior. La experiencia reciente de los países desarrollados en este ámbito es escasa, por lo que no disponemos de marcos de referencia. Todo ello, además, hace que también sea muy complejo predecir la política que deben seguir los bancos centrales. En gran medida, eso explica la elevada volatilidad de las expectativas de tipos de interés durante los últimos meses.

Aunque la palabra «incertidumbre» parezca una muletilla recurrente con la que coronamos nuestros análisis de situación y perspectivas económicas, debe seguir tomándose seriamente. Es uno de los principales atributos que definen el escenario económico, y ello puede tener importantes implicaciones en la formulación de la política económica, así como en la toma de decisiones de gasto e inversión.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	4,50	4,75
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	4,75	4,75
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	4,90	4,50
Deuda pública 2 años	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	4,20	4,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,80	3,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	–0,50	–0,50	–0,50	2,00	2,50
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	2,50	3,00
€STR	–	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,92	2,47
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	–0,45	–0,56	–0,60	2,03	2,53
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	–0,40	–0,54	–0,58	2,14	2,59
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	–0,34	–0,52	–0,55	2,35	2,66
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	–0,26	–0,50	–0,50	2,56	2,73
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	–0,63	–0,73	–0,69	1,75	2,00
Deuda pública 10 años	4,31	1,70	–0,27	–0,57	–0,31	2,00	2,70
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	–0,36	–0,57	–0,45	2,23	2,77
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	–0,09	–0,41	–0,25	2,47	3,04
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	3,30	3,80
Prima de riesgo	11	171	71	62	73	130	110
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	–0,34	–0,61	–0,64	2,41	3,02
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	–0,12	–0,45	–0,35	2,70	3,28
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	3,35	3,85
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	135	115
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,00	1,05
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,86	0,85
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	95,0	94,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	96,0	92,1

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,9	–3,1	6,1	3,2	2,8
Países desarrollados	*2,6*	*1,4*	*1,8*	*–4,5*	*5,2*	*2,4*	*1,1*
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	–2,8	5,9	1,6	1,1
Eurozona	2,2	0,8	1,6	–6,2	5,3	3,1	0,2
Alemania	1,6	1,3	1,1	–4,1	2,6	1,6	–0,2
Francia	2,2	0,9	1,9	–7,9	6,8	2,5	0,6
Italia	1,5	–0,4	0,5	–9,1	6,6	3,4	–0,2
Portugal	1,5	0,3	2,7	–8,4	4,9	6,3	0,5
España	3,7	0,5	2,0	–11,3	5,5	4,5	1,0
Japón	1,4	0,5	–0,4	–4,6	1,7	1,5	1,7
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	–9,3	7,4	3,5	–1,3
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*5,0*	*3,7*	*–2,0*	*6,8*	*3,6*	*4,0*
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	3,0	5,2
India	7,2	7,0	4,5	–6,7	9,0	7,3	6,0
Brasil	3,6	1,7	1,2	–3,9	4,6	1,8	0,9
México	2,4	2,1	–0,2	–8,1	4,8	1,9	1,4
Rusia	7,2	1,2	2,2	–2,7	4,8	–8,1	–3,2
Turquía	5,5	4,9	0,8	1,9	11,4	3,1	3,0
Polonia	4,2	3,5	4,8	–2,1	6,0	5,6	2,6
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,9	5,1
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*1,4*	*0,7*	*3,1*	*6,8*	*3,6*
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	8,0	3,4
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	8,1	5,1
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	8,1	5,2
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,9	4,1
Italia	2,4	1,5	0,6	–0,1	1,9	7,7	4,8
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	7,9	5,7
España	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	9,1	4,5
Japón	–0,3	0,4	0,5	0,0	–0,2	2,2	1,9
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	8,8	5,5
Países emergentes	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,2*	*5,9*	*9,7*	*7,0*
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	2,0	1,9
India	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	6,6	5,3
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	10,5	5,1
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	7,2	4,7
Rusia	14,2	8,2	4,5	3,4	6,7	14,7	7,5
Turquía	22,6	9,1	15,2	12,3	19,6	69,3	36,4
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	11,2	7,0

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,1	0,9	–12,4	6,1	–0,1	–0,7
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	1,9	3,5	2,9	–1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,6	–1,9	4,5	–9,7	0,9	5,1	1,8
Bienes de equipo	4,9	0,0	2,1	–13,3	6,3	5,0	–1,3
Construcción	5,7	–3,8	7,2	–10,2	–3,7	4,9	3,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–0,4	1,9	–8,6	4,3	0,7	0,2
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,2	–19,9	14,4	18,5	2,6
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,3	–14,9	13,9	7,0	0,7
Producto interior bruto	**3,7**	**0,5**	**2,0**	**–11,3**	**5,5**	**4,5**	**1,0**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,7	2,6	–7,6	6,6	3,2	0,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	12,8	13,1
Índice de precios de consumo	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	9,1	4,5
Costes laborales unitarios	3,0	0,3	3,1	5,0	0,7	1,1	2,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	–0,1	2,4	1,2	1,9	1,1	2,2
Saldo público (% PIB) [1]	0,3	–6,9	–3,1	–10,3	–6,9	–5,0	–4,8

Nota: *1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,3	3,3	–7,1	4,5	4,6	0,5
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,5	2,1	0,4	4,1	1,8	–0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–1,3	5,4	–2,7	6,4	3,0	3,5
Bienes de equipo	3,2	2,7	1,6	–6,2	13,2	–	–
Construcción	–1,5	–3,6	7,7	1,6	4,0	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,2	3,0	–5,6	5,2	4,2	0,9
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,9	4,1	–18,6	13,1	17,2	4,6
Importación de bienes y servicios	3,6	2,4	4,9	–12,1	12,9	11,0	5,5
Producto interior bruto	**1,5**	**0,3**	**2,7**	**–8,4**	**4,9**	**6,3**	**0,5**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	1,2	–1,9	2,8	1,6	–0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	5,9	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	7,9	5,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–3,2	0,4	–1,2	–1,1	–2,2	–1,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,9	1,2	0,1	0,7	2,1	2,1
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,6	0,1	–5,8	–2,8	–1,9	–1,4

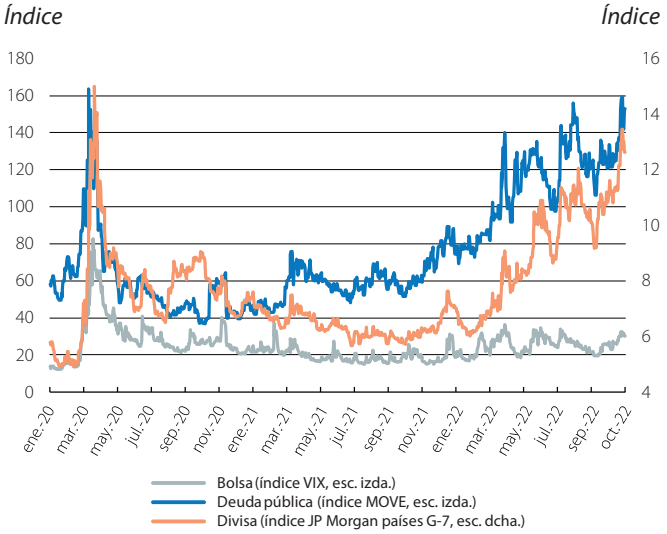
Previsiones

Periodo de turbulencia en los mercados financieros

La volatilidad se amplía. La vuelta de verano estuvo caracterizada por un fuerte repunte de la volatilidad en los mercados financieros en un contexto de elevada incertidumbre y de menor apetito por el riesgo. A la intensificación del conflicto con Rusia y el rápido deterioro de los indicadores macroeconómicos a escala mundial, se sumó el anuncio de un plan de estímulo fiscal en el Reino Unido que detonó las alertas de los inversores sobre la coordinación de la política económica y la sostenibilidad de la deuda soberana. Se teme que un cambio de sesgo hacia una política fiscal expansiva pueda requerir ser compensado con una mayor restricción de la política monetaria. En ese sentido, los bancos centrales mantuvieron el foco en el riesgo inflacionista con subidas sustanciales en los tipos oficiales y con señales de ajustes adicionales en los próximos meses. Así, los tipos de interés implícitos en los mercados monetarios mostraron una revisión al alza en las expectativas de los tipos oficiales en septiembre, lo que desencadenó un tensionamiento generalizado de las condiciones financieras, más notable en el fuerte repunte en los tipos de la deuda soberana y el fortalecimiento del dólar. Las turbulencias y disrupciones en algunos mercados dieron lugar a intervenciones inesperadas por parte de algunas autoridades monetarias.

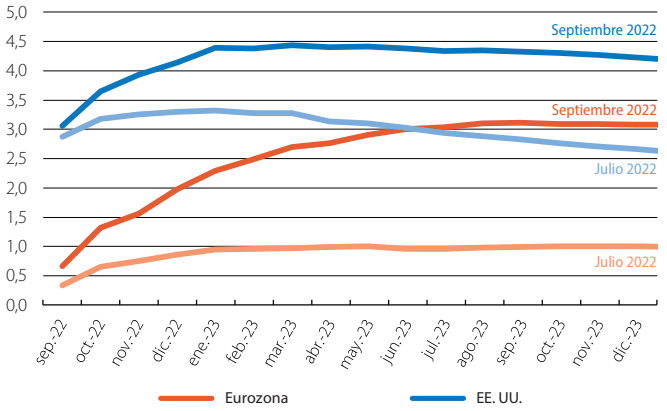
El BCE y la Fed endurecen el tono y suben los tipos de interés notablemente. Tras la continuidad de las presiones inflacionistas durante el verano, los inversores intensificaron, aún más si cabe, el foco de atención en las respectivas reuniones del BCE y la Fed de septiembre. De una parte, la entidad europea decidió subir los tipos de interés oficiales en 75 p. b., algo no visto en su historia. Justificó el aumento por la elevada inflación de la eurozona y la expectativa de que esta permanecerá por encima del 2% durante un largo periodo de tiempo, aspecto por el cual Christine Lagarde anticipó más subidas de tipos en los próximos meses, «más de dos y menos de cinco», según la presidenta. El endurecimiento de las condiciones financieras vino acompañado de una profunda revisión a la baja de las previsiones económicas de la eurozona para la segunda mitad de 2022 y el 1T 2023. Por su parte, la Fed también decidió unánimemente subir los tipos de interés 75 p. b. (hasta el intervalo 3,00%-3,25%), adentrándose en el terreno restrictivo (por encima del 2,5%, nivel que el banco central considera como neutral). Estima que las presiones inflacionistas se mantendrán muy elevadas en los próximos meses y, bajo el compromiso de restablecer la estabilidad de precios, Jerome Powell mostró la fuerte determinación de los miembros de la Fed de seguir endureciendo la política monetaria hasta que haya una clara tendencia a la baja en los precios y a pesar de que pueda perjudicar al crecimiento económico. Según el votante medio del FOMC, serían necesarias subidas de los tipos de 1,25 p. p. este año y de 0,25 p. p. en 2023 para alcanzar el nivel deseado de endurecimiento monetario. En el resto de las economías avanzadas, los bancos centrales de Inglaterra, Suiza, Canadá y Suecia también optaron por subir sus tipos de interés (50, 75 y 100 p. b., respectivamente), en un intento por doblegar el auge de

Volatilidad implícita en los mercados financieros



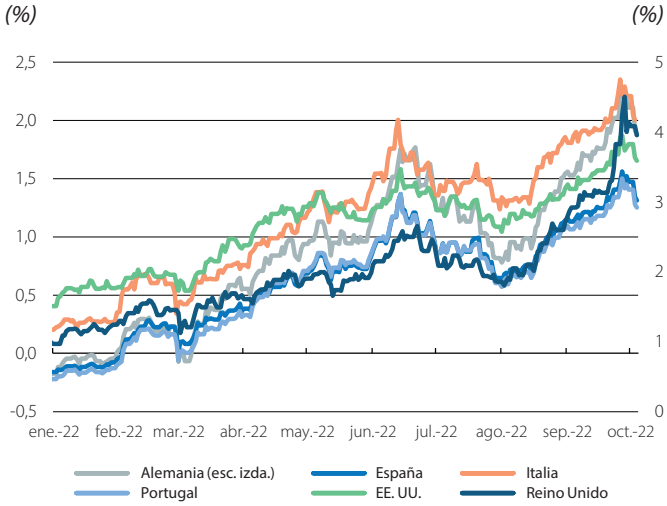
Nota: *Datos a 3 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

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



Notas: Forwards *sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado. Datos a 30 de septiembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Notas: *EE. UU., Reino Unido, España, Italia y Portugal, escala derecha. Datos a 3 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

los precios al consumo y evitar un mayor deterioro de sus divisas frente al dólar.

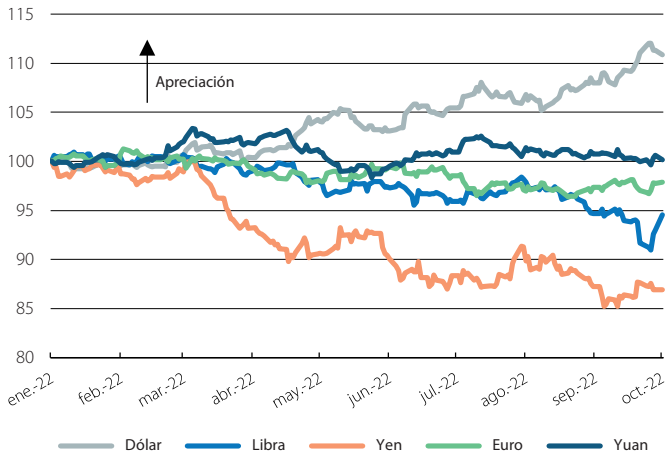
La rentabilidad de la deuda soberana asciende en medio de la volatilidad. La confirmación de los planes monetarios más agresivos en EE. UU. y en la eurozona sacudieron los mercados de renta fija. En ambos casos, las curvas de gobierno experimentaron alzas notables de rentabilidad en septiembre, con especial relevancia en los tramos más cortos (+79 p. b. hasta el 4,28% el *treasury* a 2 años y +56 p. b. hasta el 1,76% el Schatz alemán a 2 años, en septiembre) guiados por las expectativas de los inversores sobre la cuantía y rapidez de las subidas en los tipos de interés por parte de los bancos centrales. En la eurozona, las primas de riesgo se mantuvieron relativamente estables, a pesar del incremento puntual del diferencial italiano en las sesiones posteriores a las elecciones presidenciales. En Europa, todavía gran parte de la atención estuvo en el brusco descenso de los precios de los bonos británicos tras el anuncio del Gobierno de una bajada de impuestos histórica para los próximos cinco años (160.000 millones de libras). Ante la creciente percepción de inestabilidad económica y financiera generada por el anuncio, el Banco de Inglaterra intervino en el mercado de bonos comprometiéndose a comprar bonos soberanos (*gilts*) a largo plazo por valor de 65.000 millones de libras. En las primeras sesiones de octubre, esta actuación y el empeoramiento de algunos datos de actividad en EE. UU. ayudaron a rebajar la presión alcista sobre las curvas soberanas mundiales.

El dólar extiende su avance. La subida de los *fed funds*, el deterioro de las perspectivas de crecimiento global por la guerra en Ucrania y la crisis energética siguieron alimentando la fortaleza del dólar a máximos en casi dos décadas. Esta situación llevó a varios bancos centrales a tener que intervenir para detener la depreciación de sus divisas, como el Banco de Japón (por primera vez desde 1998) o el de Inglaterra, que logró dar cierto respaldo a la libra a través de la compra de bonos. Los bancos centrales de los países emergentes también redoblaron la vigilancia ante la depreciación de sus divisas, y el Banco Popular de China incluso advirtió de una posible intervención para defender la estabilidad del yuan.

Las bolsas y el petróleo acumulan nuevos descensos. En este contexto, la aversión al riesgo se impuso y los principales índices bursátiles concluyeron septiembre con nuevos descensos en el total del mes (S&P 500 –24,8% y EuroStoxx 50 –22,8%, en el año), resultado del impacto que el tensionamiento de las condiciones financieras y económicas tendrá sobre los márgenes empresariales. En los mercados de materias primas, las dudas en torno al crecimiento económico mundial y la resistencia del dólar también determinaron la trayectoria bajista del precio del barril de Brent hasta los niveles anteriores al comienzo de la guerra. Asimismo, el aumento de las reservas de gas natural en la UE de cara al invierno permitió la moderación de los precios del gas natural (TTF holandés), a pesar de la interrupción del suministro a través de Nord Stream 1. Sin embargo, a comienzos de octubre, los primeros signos de ralentización en la economía estadounidense beneficiaron el sentimiento de los inversores hacia los activos de riesgo, al contemplar la posibilidad de que la Fed tuviera que contener el ritmo de las subidas de los tipos de interés.

Divisas: tipos de cambio nominal efectivo

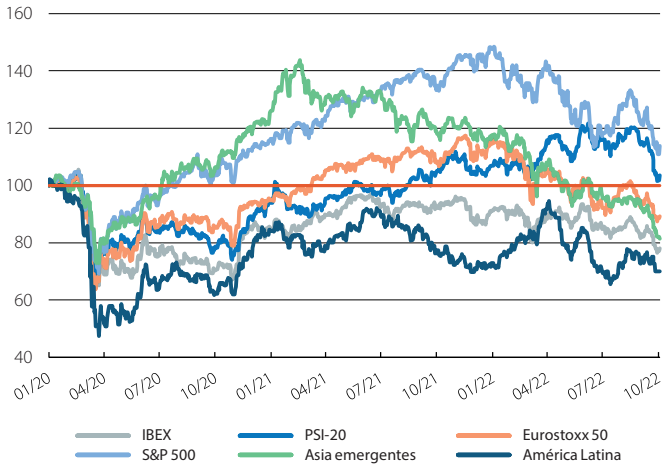
Índice (100 = enero 2022)



Nota: *Datos a 3 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Principales bolsas internacionales

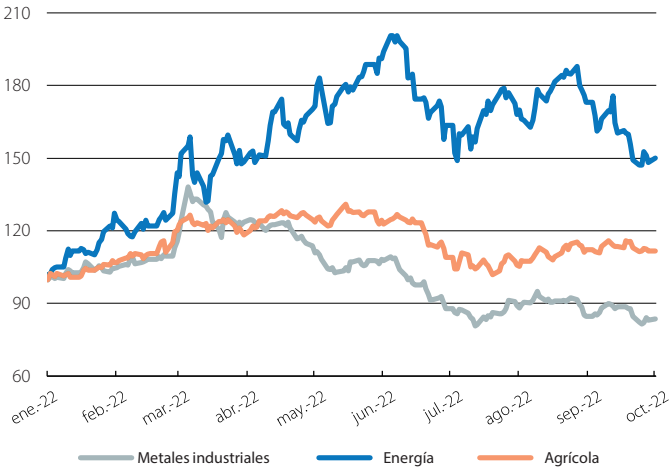
Índice (100 = enero 2020)



Nota: *Datos a 3 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Índice de precios de las materias primas

(100 = enero 2022)



Nota: *Datos a 3 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Bancos centrales y monedas digitales: una mirada al futuro del efectivo

Cada vez más bancos centrales están valorando la posibilidad de emitir una moneda digital propia (o CBDC, por sus siglas en inglés).[1] En 2021, según una encuesta del BIS, nueve de cada diez bancos centrales estaba explorando de forma activa las CBDC (véase el primer gráfico). Además, los proyectos de CBDC se encuentran en fases cada vez más avanzadas, y el 26% de los bancos centrales ya está desarrollando pruebas piloto (en 2018, esta cifra era del 8%).

¿Por qué los bancos centrales exploran la emisión de CBDC?

En primer lugar, la emisión de una moneda digital propia se plantea como forma de mantener la soberanía monetaria y la estabilidad financiera. Concretamente, la aparición de monedas digitales ampliamente aceptadas y controladas por países o empresas extranjeras (como el yuan digital en China o una *stablecoin* privada con elevado potencial de adopción) erosionarían la capacidad del banco central para controlar la oferta monetaria y los tipos de interés.[2]

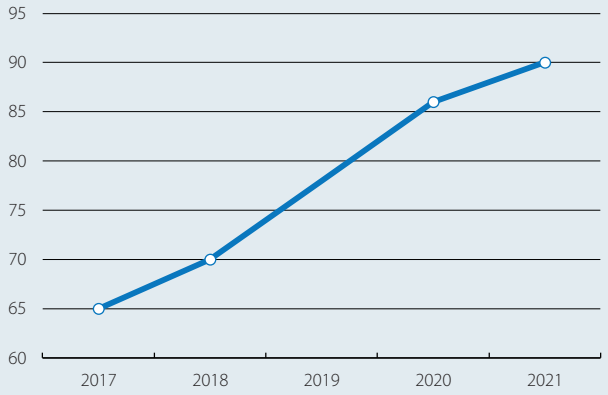
En segundo lugar, en algunas jurisdicciones (como la UE), la emisión de una CBDC como instrumento de pago podría servir para impulsar la autonomía en un sector estratégico como el de los medios de pagos, cuyas infraestructuras básicas están controladas por proveedores extranjeros.

En tercer lugar, con la digitalización de la economía, el uso del efectivo como medio de pago se ha reducido notablemente en favor de soluciones de pago electrónicas (véase el segundo gráfico). En la eurozona, según datos del BCE, el peso del efectivo sobre el total de pagos a comercios alcanzó el 30% en 2021 (comparado con el 45% una década atrás). Ante esta tendencia, que la pandemia ha acelerado,[3] la emisión de una CBDC sería una forma de asegurar que ciudadanos y empresas siguen teniendo acceso a dinero emitido por su banco central en la era digital.

En cuarto lugar, en economías emergentes, el interés por las CBDC se explica en gran parte por motivos de inclusión financiera. Concretamente, hay opciones de diseño de CBDC que podrían abordar algunas de las barreras que frenan la inclusión financiera. Por ejemplo, interfaces diseñadas específicamente para los grupos más desatendidos (tarjetas inteligentes, funcionalidad *offline*), o mediante la interoperabilidad doméstica y transfronteriza con otros medios de pago (aumentando así las opciones de pago y reduciendo costes para usuarios).

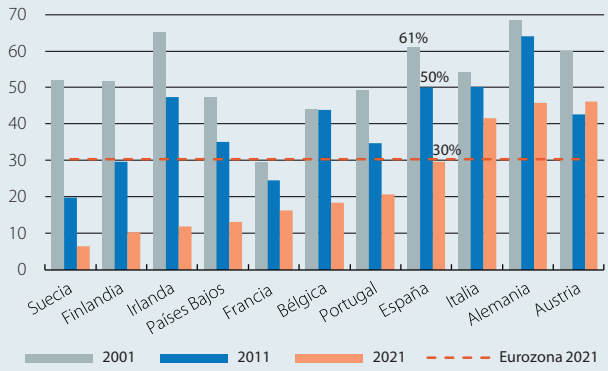
Por último, los bancos centrales, especialmente en economías emergentes, consideran que las CBDC podrían contribuir a mejorar los pagos internacionales, en términos de eficiencia y coste. Concretamente, consideran que podrían aliviar algunos de los puntos débiles de los sistemas de pago actuales, como las limitaciones horarias (las CBDC serían accesibles 24/7) o las largas cadenas de intermediación.

Proporción de bancos centrales con algún proyecto de moneda digital (CBDC) *



Nota: ** Proyecto de investigación, prueba de concepto o piloto.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de «BIS surveys on central bank digital currencies».*

***Peso del efectivo en los pagos* retail ***
(%)



Nota: ** Importe de las retiradas de efectivo en cajeros, en porcentaje del total de retiradas de efectivo en cajeros y pagos con tarjeta en TPV.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

1. *Central Bank Digital Currency*. Se trata de dinero emitido por el banco central, en formato digital, denominado en la unidad de cuenta de un país, que difiere de otros medios de pago electrónicos (por ejemplo, tarjetas) porque representa un pasivo del banco central y no de una institución privada.
2. Véase el artículo «La política *e*-monetaria de la nueva economía digital» en el Dossier del IM10/2019.
3. Según un estudio del BCE (2020), el 41% de encuestados declaraba haber reducido el uso del efectivo durante la pandemia y la mayoría de estos afirmaba que seguiría pagando menos en efectivo a futuro.

Las CBDC en Europa: la llegada del euro digital

A nivel europeo, el BCE también está analizando la emisión de una CBDC como complemento al efectivo, con vistas a un posible lanzamiento en 2025-2026. Concretamente, el BCE está estudiando las ventajas y los riesgos de emitir un euro digital, perfilando elementos básicos de su diseño y analizando cómo podría distribuirse al público en general y qué casos de uso podría cubrir. Una vez concluida la fase de investigación actual (octubre de 2023), el BCE decidirá si comienza a desarrollar un euro digital.

Entre tanto, publicaciones y discursos de miembros del Comité Ejecutivo del BCE arrojan algunas pistas sobre cómo podría ser. Así, como el efectivo, el euro digital representaría un derecho de cobro directamente frente al banco central (y no frente a los bancos, como en el caso de los depósitos). En cambio, compartiría con los depósitos el hecho de tener un formato digital que permitiría efectuar pagos tanto en entornos físicos como digitales mediante el uso de dispositivos inteligentes (por ejemplo, un *wallet* en un teléfono móvil o una *smart card*).

Asimismo, el BCE contempla que sean los intermediarios autorizados (entre otros, los bancos) los que distribuyan y custodien los euros digitales de sus clientes. También, para una primera fase de lanzamiento, el BCE contempla cuatro posibles casos de uso del euro digital. El primero de ellos (pagos entre pares *offline*) sería comparable al intercambio de efectivo, en el que solo intervienen el pagador y el receptor del dinero, sin un tercero que valide la transacción (todavía se desconoce cómo funcionaría a la práctica). Los otros casos de uso planteados son comparables a los que ya cubren las soluciones de pagos digitales actuales: pagos en línea entre pares validados por un tercero, pagos en *e-commerce* y pagos en comercios en puntos de venta físicos. Y, dependiendo del diseño final, el euro digital podría incorporar funcionalidades más avanzadas (como programabilidad en pagos).

Adicionalmente, el BCE está explorando opciones que garanticen un cierto grado de privacidad, para equipararlo al efectivo. En este sentido, se descarta la plena anonimidad de los usuarios, puesto que ello impediría evitar el blanqueo de capitales. No obstante, en función del diseño y caso de uso, se plantea un mayor o menor grado de trazabilidad de transacciones y usuarios. Por ejemplo, en pagos entre pares *offline* o en transacciones *online* hasta cierto umbral, se plantea que las transacciones puedan llevarse a cabo sin registrar la identidad de las partes.

Finalmente, el BCE también debe perfilar el diseño del euro digital para minimizar los riesgos sobre la estabilidad financiera. Al representar un derecho de cobro frente al BCE y no frente a los bancos, el euro digital será un activo libre de riesgo. Esta característica, junto a su capacidad de usarse en entornos digitales, lo convertiría en un buen competidor de los depósitos bancarios por la liquidez de los clientes. En este sentido, si estos desvían parte de sus ingresos y operativa de sus depósitos bancarios al *wallet* de euro digital, ello podría tener importantes implicaciones para el sistema financiero. Concretamente, la capacidad de concesión de crédito de los bancos a la economía podría verse limitada (tanto por los mayores costes de financiación como por la menor capacidad de evaluación del riesgo ante la pérdida de información sobre transaccionalidad). Además, en momentos de incertidumbre, podrían producirse fugas de depósitos hacia el euro digital, lo que podría generar episodios de inestabilidad financiera. Dicho esto, la adopción del euro digital y la magnitud del trasvase desde depósitos dependerá de su usabilidad como medio de pago (qué casos de uso cubre, cómo compara con las soluciones de pago actuales) y de su capacidad como reserva de valor.

El BCE es consciente de estos riesgos y busca evitar que el euro digital sea utilizado como vehículo de inversión, con el fin de limitar el trasvase desde depósitos y garantizar la transmisión de la política monetaria. Y, para ello, cuenta con dos palancas. Por un lado, ofrecer una remuneración en euro digital inferior a la de los depósitos bancarios. Por el otro, imponer límites, tanto a los saldos en euro digital como a la convertibilidad de depósitos bancarios a euro digital en un periodo determinado. Según el propio BCE, es probable que el diseño final del euro digital incluya una combinación de estas herramientas.

En definitiva, las CBDC se están abriendo paso en varias partes del mundo, también en Europa. Y aunque quedan todavía muchos aspectos por detallar y su lanzamiento no será inmediato, es de esperar que el proyecto del euro digital se materialice a medio plazo.

Roser Ferrer

Tipos de interés (%)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	1,25	0,50	75	125,0	125,0
Euríbor 3 meses	1,17	0,65	52	174,5	172,0
Euríbor 12 meses	2,56	1,78	78	305,7	304,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,71	0,67	104	235,0	237,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,76	1,20	56	237,9	246,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,11	1,54	57	228,5	233,2
Deuda pública a 10 años (España)	3,29	2,74	55	272,4	286,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,18	2,63	55	271,0	285,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	3,25	2,50	75	300,0	300,0
Líbor 3 meses	3,75	3,10	66	354,6	362,2
Líbor 12 meses	4,78	4,22	56	419,7	454,6
Deuda pública a 1 año	3,93	3,48	45	355,7	385,9
Deuda pública a 2 años	4,28	3,49	79	354,7	401,5
Deuda pública a 10 años	3,83	3,19	64	231,9	236,7

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	135	120	16	87,6	85,3
Itraxx Financiero Sénior	148	129	19	93,6	91,7
Itraxx Financiero Subordinado	272	241	31	163,6	161,0

Tipos de cambio

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	0,980	1,005	–2,5	–13,8	–15,5
EUR/JPY (yenes por euro)	141,880	139,700	1,6	8,4	10,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,878	0,865	1,4	4,3	2,5
USD/JPY (yenes por dólar)	144,740	138,960	4,2	25,8	30,3

Materias primas

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	559,5	585,0	–4,4	–3,3	0,6
Brent ($/barril)	88,0	96,5	–8,8	13,1	32,4
Oro ($/onza)	1.660,6	1.711,0	–2,9	–9,2	–5,7

Renta variable

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.585,6	3.955,0	–9,3	–24,8	–17,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.318,2	3.517,3	–5,7	–22,8	–17,8
Ibex 35 (España)	7.366,8	7.886,1	–6,6	–15,5	–16,3
PSI 20 (Portugal)	5.302,8	5.995,2	–11,6	–4,8	–3,2
Nikkei 225 (Japón)	25.937,2	28.091,5	–7,7	–9,9	–9,8
MSCI emergentes	875,8	994,1	–11,9	–28,9	–29,7

Vientos de recesión

La economía mundial se enfrenta a un duro invierno. El crecimiento mundial puede haber sido todavía positivo en el 3T 2022, gracias al repunte estimado para China tras los cierres ocurridos en el 2T 2022. Sin embargo, el sustancial deterioro que muestran a nivel global las principales encuestas de clima y opinión empresarial apuntan a un panorama mucho más sombrío para los próximos meses. Las condiciones financieras se han tensionado significativamente a consecuencia de la respuesta de los principales bancos centrales para controlar una inflación en torno a máximos históricos en buena parte de las economías desarrolladas y todo apunta a nuevas subidas de tipos en los próximos meses. El mercado residencial ya comienza a acusar el impacto de esta subida de tipos y el encarecimiento de las hipotecas hará mella en unas decisiones de gasto de las familias, ya muy condicionadas por el fuerte encarecimiento de la factura energética y de otros bienes. Por el momento, el mercado de trabajo resiste y en buena parte de las economías desarrolladas la tasa de paro se sitúa en mínimos de casi 20 años. Sin embargo, comienzan a observarse señales de moderación en el ritmo de generación de empleo y, en Europa, el propio BCE ya ha señalado que las subidas de tipos afectarán negativamente al mercado de trabajo. Asimismo, entre los emergentes, China sigue mostrando avances muy inferiores a los que nos tenía acostumbrados en un contexto de marcado deterioro de su mercado inmobiliario.

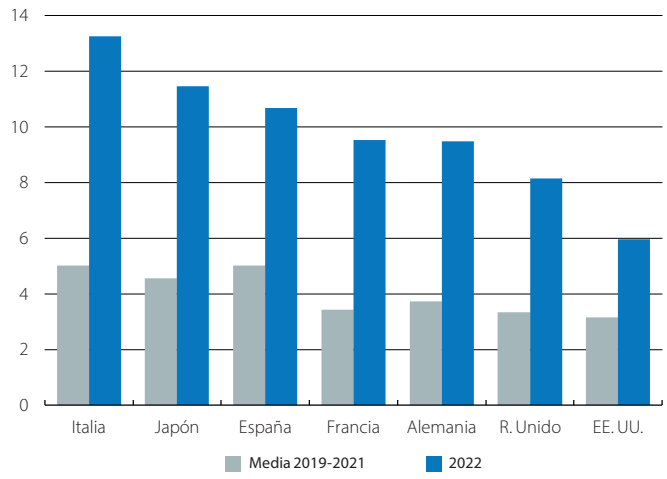
En Estados Unidos, aumentan los riesgos para el crecimiento en los próximos meses. Las caídas registradas por el PIB en la primera mitad de año se debieron, en buena parte, a una caída en las existencias, un componente muy volátil y que debería contribuir en positivo en la segunda mitad de año. Por el contrario, la fortaleza del mercado de trabajo, del gasto de las familias y de diversos indicadores de actividad industrial confirmaban la resiliencia de la demanda interna. Sin embargo, el deterioro del contexto global, la fortaleza del dólar y las subidas de tipos adicionales incrementarán notablemente los riesgos a la baja para el próximo año y aumentarán las probabilidades de que el país entre en una recesión «real». De este modo, rebajamos la previsión para el cómputo anual de 2022 (hasta el 1,6%) y nos reafirmamos en anticipar un modesto crecimiento del 1,1% en 2023. Aunque, de momento, confiamos en que la economía pueda mantener tasas de avance positivas, prevemos crecimientos moderados y claramente inferiores al potencial en el próximo año y medio. Respecto a la inflación, estimamos un 3,4% en media de 2023, prácticamente sin cambios respecto al informe anterior.

Europa no podrá evitar entrar en recesión en los próximos meses. El corte total en el suministro de gas ruso a través del Nord Stream 1, principal vía de suministro, y la nula probabilidad de que pueda reanudarse en los próximos meses por la ruptura de tuberías del Nord Stream 1 y 2, intensificarán la crisis energética que ya está sufriendo Europa. Las economías de la región llevan varios meses preparándose para afrontar una situación de corte de suministro, lo que se traduce en un nivel de reservas en media de la UE que, ya a finales de septiembre, casi alcanzaba el 90% de la capacidad total, cumpliéndose con dos meses de antelación la meta establecida para noviembre.

La crisis energética en el centro del deterioro europeo. Con todo, este importante nivel de reservas ya alcanzado apenas cubre tres meses de consumo al ritmo actual, lo que explica que la Comisión siga insistiendo en la necesidad de ahorrar para evitar

Global: gasto en energía

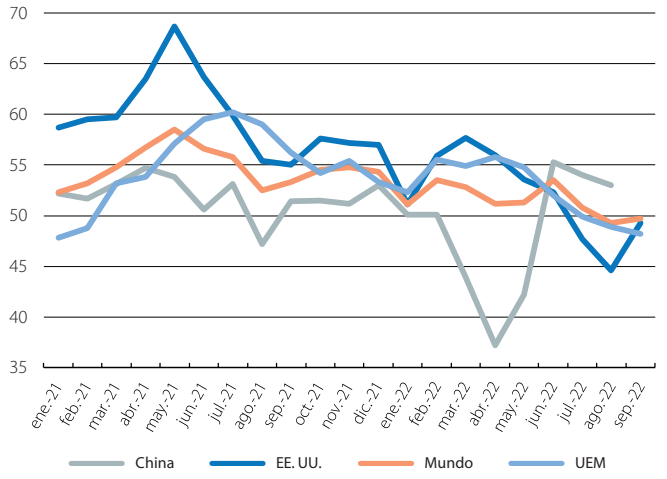
(% del PIB)



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

Global: PMI compuesto

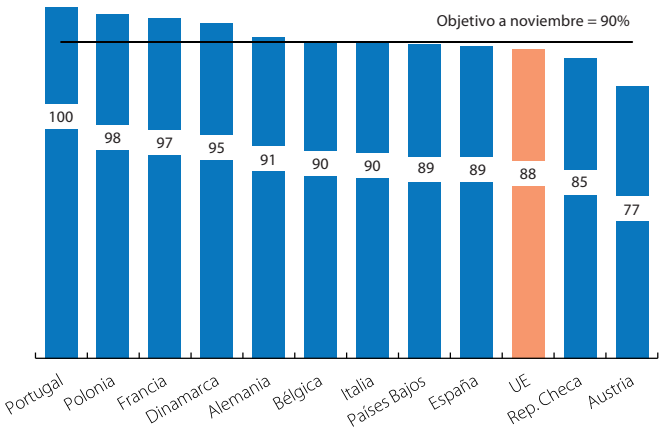
Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de PMI ™, vía Refinitiv.*

*UE: almacenamiento de gas **

(% de la capacidad total)



Nota: ** Datos a 11 de septiembre de 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Aggregated Gas Storage Inventory.*

racionamientos de energía durante el invierno: según estimaciones de CaixaBank Research, un ajuste del consumo de energía del 7% permitiría llegar a marzo de 2023 con las reservas de la UE al 10% (véase el artículo «Perspectivas de abastecimiento de gas en Europa: un juego de equilibrios» en el Dossier de este informe). Además, este importante acopio de gas se ha logrado a cambio de pagar por los suministros alternativos al gas ruso unos precios extraordinariamente elevados. Además, los gobiernos siguen implementando medidas para mitigar el impacto de los elevados precios de la energía sobre familias y empresas, lo que tendrá un impacto negativo sobre unas cuentas públicas que ya venían castigadas por las medidas implementadas durante la COVID.

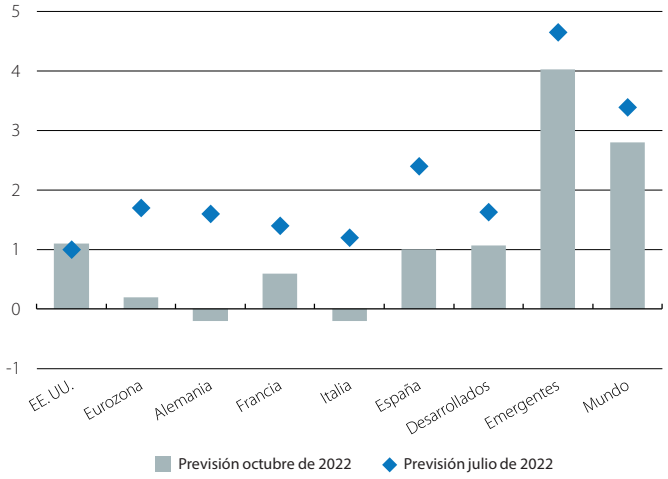
Dada la gravedad de la situación, la Comisión ha diseñado una estrategia común para reducir la factura energética. Entre las medidas contempladas destacaría fijar un tope para el precio de gas al que pueden facturar las productoras de energía «marginales», así como aplicar un impuesto del 33% sobre los beneficios extraordinarios de las empresas de energía fósil. Los fondos extra obtenidos con estas dos iniciativas (estimados en unos 140.000 millones de euros) serían redirigidos por cada Estado a los hogares y empresas más afectados por la escalada en los precios de la energía.

Nuevo escenario macroeconómico en Europa: menor crecimiento y mayor inflación. Parece que el contexto se ha deteriorado sustancialmente para Europa desde el verano, lo que se refleja en las fuertes caídas registradas por los principales indicadores de clima empresarial, en la mayoría de los casos, hasta niveles compatibles con caídas de la actividad. En consecuencia, revisamos sustancialmente a la baja el crecimiento previsto para la eurozona, una vez asumido que el PIB caerá en el 4T 2022 y el 1T 2023 y que la recuperación que seguirá a partir de primavera será muy modesta y frágil. En concreto, para el conjunto de la eurozona, y tras un crecimiento del 3,1% en 2022, nuestro nuevo escenario plantea un crecimiento promedio del 0,2% en 2023 (1,5 p. p. por debajo de nuestra previsión en verano). Además, habrá diferencias significativas por países: entre las grandes economías, Alemania e Italia liderarán las caídas de actividad en los próximos trimestres, mientras que Francia y España se verían mucho menos afectadas. Respecto a la inflación, revisamos notablemente al alza nuestra estimación, tras las subidas recientes en los precios del gas, y siendo la magnitud de la revisión bastante similar por países.

El Reino Unido anuncia la mayor rebaja fiscal en 50 años. El Gobierno de la nueva primera ministra, Liz Truss, ha presentado un ambicioso «plan de crecimiento» con el que pretende situar el crecimiento tendencial en el 2,5% y que se basa en tres pilares: reformas para aumentar la oferta, responsabilidad fiscal y reducción de impuestos. De hecho, propone un recorte de impuestos de 160.000 millones de libras hasta 2027, principalmente a través de la (i) cancelación de la subida del impuesto de sociedades (se mantiene en el 19%, muy por debajo del 23,5% en media de la OCDE) y (ii) reversión del incremento de 1,25 p. p. en las cotizaciones a la Seguridad Social. Adicionalmente, se aprobará un gasto de unos 60.000 millones de libras para los próximos seis meses para compensar a empresas y hogares por la fuerte subida de la factura energética, lo que elevará sustancialmente el déficit fiscal en el ejercicio 2022-2023. El fuerte impacto que este plan tendrá en las dinámicas de deuda británica ha generado importantes turbulencias en los mercados de deuda europeos y ha llevado a la libra a mínimos históricos de cotización frente al dólar (véase la sección de Mercados). En suma, las perspectivas para la economía se han deteriorado notablemente y anticipamos una caída del PIB en 2023 del 1,3%.

Global: PIB 2023

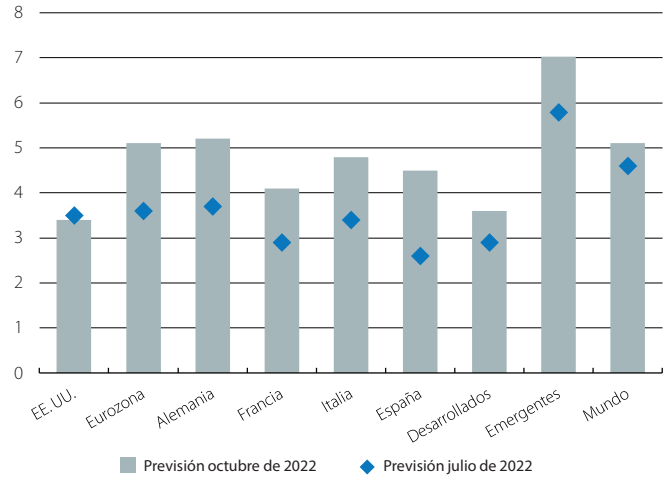
Variación anual (%)



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

Global: inflación 2023

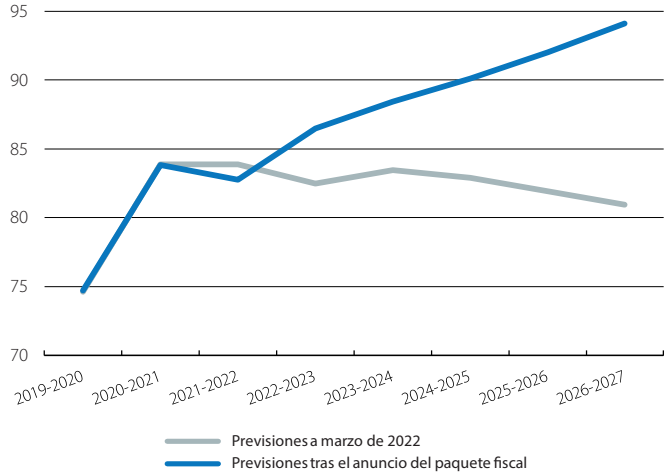
(%)



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

Reino Unido: deuda pública

(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Institute for Fiscal Studies.*

Inflación en EE. UU.: de definiciones y de factores

Con tasas de inflación por encima del 8% en los últimos seis meses, la Fed se ha embarcado en un ciclo acelerado de subidas de tipos de interés. Los precios empezaron a subir a principios de 2021 y, aunque durante unos meses la mayoría de los analistas apuntábamos a un rebote transitorio como consecuencia de la reapertura de la economía tras el estallido de la pandemia, lo cierto es que la continuada escalada nos cogió a todos por sorpresa. En este Focus analizamos la evolución de las distintas medidas de inflación y sus perspectivas a corto plazo.

Medidas de inflación: IPC, PCE e IPP

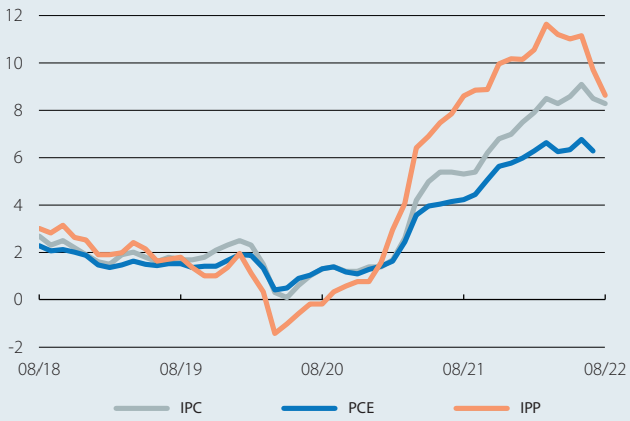
Cuando hablamos de la inflación, solemos hace referencia a la evolución de los precios de la cesta de consumo típica de los consumidores (el IPC, por índice de precios de consumo). En EE. UU., la inflación medida con el IPC se situó en agosto en el 8,3%, un registro inferior al máximo alcanzado en junio del 9,1% (en parte, por la fuerte caída del precio de la gasolina), pero todavía muy elevado.

En el caso estadounidense, no obstante, hay otra medida de precios del consumidor que suele mirar con suma atención la Fed y sobre la que realiza previsiones, la inflación de la cesta de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés). Ambas series han seguido una tendencia muy similar desde el año 2000: con avances ligeramente superiores del IPC (unas 3 décimas). Sin embargo, desde el inicio de la pandemia, la divergencia entre ambas se ha hecho evidente, con el IPC situándose unos 2 p. p. por encima en lo que llevamos de 2022 (8,3% del IPC frente al 6,3% del PCE de julio). De este modo, aunque ambas series se sitúan muy por encima del objetivo de inflación del 2% marcado por la Fed, lo cierto es que el PCE refleja un aumento de precios más contenido (véase el primer gráfico). Uno de los motivos de la reciente divergencia es que el índice PCE captura mejor la sustitución que muchas familias están haciendo de ciertos bienes por otros más baratos.[1]

Por otro lado, merece la pena mencionar otras medidas de precios que pueden ser de interés, en especial por su poder de predicción de los precios de los bienes finales que consumimos. En concreto, el índice de precios del productor (IPP), que mide el cambio en los precios percibidos por los productores domésticos de los bienes y servicios que venden, suele ser un buen candidato (véase el primer gráfico). Haciendo uso de un sencillo modelo econométrico que relaciona el IPC con el IPP, y teniendo en cuenta que el índice IPP ha descendido en los últimos meses, la variación interanual de los precios que captura el IPC debería disminuir hasta cotas en torno al 6% a finales de este año.[2,3]

EE. UU.: índices de precios

Variación interanual (%)



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

Factores de tensión y destensión a corto plazo

Distintos elementos marcarán la inflación en los próximos meses: (i) el precio de las materias primas (especialmente, energía y alimentos), (ii) la resolución de los cuellos de botella en las cadenas de suministros globales, (iii) el ciclo de endurecimiento de la política monetaria y (iv) los efectos de segunda ronda.

En cuanto al precio de las materias primas, los precios del gas natural estadounidense se mantendrán altos (respecto a sus cotizaciones prepandemia) afectados por los incrementos ocurridos en las referencias de gas europeas las últimas semanas. No obstante, el elevado nivel de reservas en Europa y las medidas propuestas por la Comisión Europea para disminuir el consumo ayudarán a contener las presiones alcistas en Europa, lo cual debería repercutir de manera positiva en la referencia de gas de EE. UU.[4]

Por su parte, los precios de los alimentos y de los metales industriales han flexionado a la baja desde el 2T, por lo que deberían restar presión tanto en el PCE como en el IPC en los próximos meses, y tanto en EE. UU. como en otras regiones, como la europea (véase la tabla). En el caso de los metales, la ralentización de China y la crisis que está sufrien-

1. Este mejor control del efecto sustitución se debe a que el índice PCE está calculado a partir de un índice Fisher, mientras que el IPC es un Laspeyres.

2. Relacionamos las tasas de crecimiento intermensual del IPC con distintos *lags* de los avances intermensuales del IPP. En nuestras previsiones en CaixaBank Research el descenso de la inflación IPC es algo más gradual de lo que implicaría este simple modelo.

3. Otros indicadores de precios, como los subcomponentes de los índices empresariales ISM, también han descendido los últimos meses.

4. En EE. UU. el precio de referencia del gas natural es el marcado por el Henry Hub, mientras que en Europa una de las referencias es el TTF.

Materias primas

	Medida	Precio	Variación en el trimestre, mes o año (%)					
			1T	2T	Julio	Agosto	Septiembre	En el año
Commodities	Index	117,3	25,5	–5,9	4,1	–0,2	–3,6	18,3
Energía	Index	49,5	47,8	6,7	12,2	0,7	–10,2	60,1
Brent	$/barril	90,4	38,7	6,4	–4,2	–12,3	–6,3	16,2
WTI	$/barril	83,5	28,8	7,8	–2,5	–6,6	–6,2	18,7
Gas natural (EE. UU., Henry Hub)	$/Mmbtu	7,7	56,1	–5,8	51,7	11,2	–15,4	110,0
Gas natural (Europa, TTF)	€/MWh	189,8	79,0	14,8	32,1	25,7	–20,9	169,8
Metales industriales	Index	152,6	22,6	–26,6	1,5	–2,9	–0,6	–11,8
Aluminio	$/Tm	2.202,5	24,3	–29,9	1,8	–5,2	–6,6	–21,5
Cobre	$/Tm	7.690,0	6,7	–20,4	–4,1	–1,5	–1,4	–20,9
Agricultura	Index	70,4	19,8	–6,0	–2,2	3,3	1,8	15,8
Trigo	$/bushel	907,0	30,5	–13,6	–7,0	0,2	12,1	17,7

Nota: *Datos de septiembre hasta el día 21.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BEA.*

do su sector inmobiliario han jugado un papel determinante. Mientras que, en el caso de los alimentos, la resolución de algunos de los problemas en los puertos de Europa del Este (afectados por la guerra de Ucrania) y la mejor cosecha en algunos grandes productores como EE. UU. están detrás de la caída reciente en los precios agrícolas.[5]

Respecto a los cuellos de botella, la información más reciente muestra una clara mejora. Así, por ejemplo, el coste de los barcos contenedores lleva bajando desde inicios de 2022, tras los máximos alcanzados en la segunda mitad de 2021 (véase el segundo gráfico). Ello también debería ejercer cierta presión a la baja en las tasas de inflación. El principal riesgo en este ámbito sigue siendo la política de COVID cero de China, puesto que el país es una parte central en numerosas de las cadenas de suministros globales.

En el ámbito de la política monetaria, la postura más agresiva de la Fed (*hawkish*), con subidas en el tipo de interés más rápidas y hasta niveles superiores de los previstos hace unos meses, debería destensionar la inflación a través de un freno en la demanda, especialmente en bienes duraderos, que son los que más han adolecido las consecuencias de los cuellos de botella.

Finalmente, aunque las expectativas de inflación a largo plazo siguen ancladas (véase el tercer gráfico), un mercado laboral tensionado, con un crecimiento salarial levemente superior al 5% interanual, subraya los riesgos de efectos de segunda ronda de la economía estadounidense.

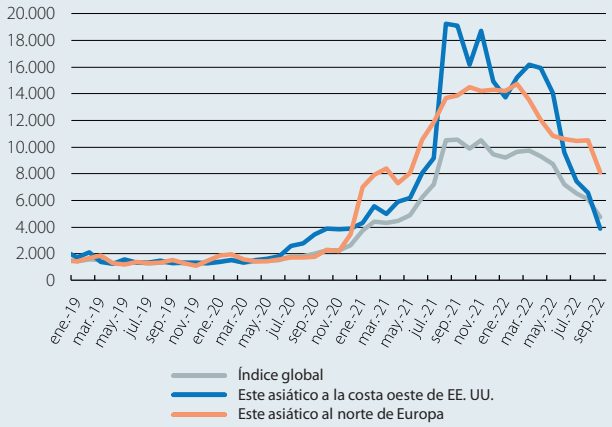
En resumen, hay factores tanto por el lado de la oferta como de la demanda para pensar en un cambio de tendencia de la inflación en los próximos meses, aunque es muy pronto para cantar victoria.

Clàudia Canals

5. Véase el Focus «Continúa el baile en el mercado de materias primas» en el IM09/2022.

Coste de envío de un contenedor

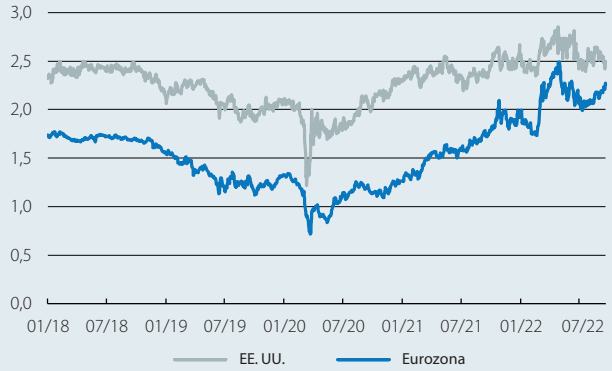
(Dólares por un contenedor de 40 pies)



Nota: *Datos de septiembre hasta el día 21.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Freightos, vía Refinitiv.*

Eurozona y EE. UU.: expectativas de inflación 5A5A *

(%)



Notas: ** Expectativas de inflación basadas en instrumentos financieros a 5 años dentro de 5 años. Datos de septiembre hasta el día 21.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Actividad									
PIB real	–3,4	5,9	5,0	5,7	3,7	1,8	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	17,5	14,1	16,2	11,2	7,9	9,1	7,6	...
Confianza del consumidor *(valor)*	101,0	112,7	116,7	112,9	108,1	103,4	95,3	103,6	108,0
Producción industrial	–7,2	4,9	4,9	4,5	4,8	4,6	3,8	3,7	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	52,5	60,6	60,0	60,1	57,8	54,8	52,8	52,8	50,9
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.396	1.605	1.569	1.679	1.720	1.647	1.404	1.575	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	228	267	274	283	299	315	315	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,1	5,4	5,1	4,2	3,8	3,6	3,5	3,7	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	56,8	58,4	58,6	59,2	59,9	60,0	60,0	60,1	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,2	–3,6	–3,6	–3,6	–3,9	–4,0	–4,0	...	...
Precios									
Inflación general	1,2	4,7	5,3	6,7	8,0	8,6	8,5	8,3	...
Inflación subyacente	1,7	3,6	4,1	5,0	6,3	6,0	5,9	6,3	...

JAPÓN

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Actividad									
PIB real	–4,6	1,7	1,2	0,5	0,6	1,6	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	31,0	36,3	37,5	38,3	34,8	33,1	30,2	32,5	30,8
Producción industrial	–10,6	5,6	6,6	1,1	–0,6	–3,6	–1,2	3,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	–19,8	13,8	18,0	18,0	14,0	9,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,1	–0,3	0,3	–0,3	–1,0	–2,0	–3,1	–3,6	...
Precios									
Inflación general	0,0	–0,2	–0,2	0,5	0,9	2,4	2,6	3,0	...
Inflación subyacente	0,2	–0,5	–0,5	–0,7	–0,9	0,8	1,2	1,6	...

CHINA

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Actividad									
PIB real	2,2	8,1	4,9	4,0	4,8	0,4	–	–	–
Ventas al por menor	–2,9	12,4	5,1	3,5	1,6	...	2,7	5,4	...
Producción industrial	3,4	9,3	4,9	3,9	6,3	0,6	3,8	4,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	50,0	49,9	49,9	49,1	49,0	49,4	50,1
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	524	680	636	680	728	822	867	887	...
Exportaciones	3,6	30,0	24,4	23,1	15,7	12,9	17,8	7,0	...
Importaciones	–0,6	30,1	25,4	23,7	10,5	1,6	2,2	0,3	...
Precios									
Inflación general	2,5	0,9	0,8	1,8	1,1	2,2	2,7	2,5	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,4	6,3	6,6	6,7	6,8	7,0

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Ventas al por menor *(variación interanual)*	–0,8	5,5	2,5	4,2	5,1	0,6	–0,9	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	–7,6	9,0	5,9	0,3	–0,2	0,4	–2,4	...	...
Confianza del consumidor	–14,2	–7,4	–4,2	–7,6	–13,6	–22,3	–27,1	–25,0	–28,8
Sentimiento económico	88,3	110,8	117,4	115,9	111,2	104,1	98,5	97,3	93,7
PMI manufacturas	48,6	60,2	60,9	58,2	57,8	54,1	49,8	49,6	48,4
PMI servicios	42,5	53,6	58,4	54,5	54,1	55,6	51,2	49,8	48,8
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	–1,5	1,4	2,3	2,3	3,0	2,7	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,0	7,7	7,5	7,1	6,8	6,7	6,6	6,6	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,7	3,6	3,5	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0	...
Francia *(% pobl. activa)*	8,0	7,9	7,8	7,4	7,3	7,6	7,4	7,3	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,3	9,5	9,1	9,0	8,5	8,1	7,9	7,8	...
PIB real *(variación interanual)*	–6,2	5,5	3,7	4,6	5,4	4,1	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	–4,1	2,8	1,8	1,2	3,5	1,7	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	–7,9	7,2	3,6	5,0	4,7	4,2	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	–9,1	7,0	4,0	6,4	6,3	4,7	–	–	–

Precios

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
General	0,3	2,6	2,8	4,6	6,1	8,0	8,9	9,1	10,0
Subyacente	0,7	1,5	1,4	2,4	2,7	3,7	4,0	4,3	4,8

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Saldo corriente	2,0	2,7	3,3	2,7	1,9	1,0	0,6	...	...
Alemania	7,0	7,4	7,8	7,4	6,6	5,4	5,0	...	...
Francia	–1,8	0,4	–0,1	0,4	0,2	–0,4	–0,6	...	...
Italia	3,8	2,4	3,6	2,4	1,6	0,5	0,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	93,9	94,2	93,9	92,7	92,6	90,3	89,0	88,7	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	6,3	3,5	1,8	3,3	4,4	6,1	7,6	8,7	...
Crédito a hogares[2,3]	3,2	3,8	4,1	4,1	4,4	4,6	4,5	4,5	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,8	2,1	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,9	12,6	11,4	10,5	9,1	7,7	6,7	6,8	...
Otros depósitos a corto plazo	0,6	–0,8	–2,0	–1,5	–0,3	0,9	3,3	4,6	...
Instrumentos negociables	8,1	11,4	10,2	9,2	–0,2	1,3	0,7	2,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	...

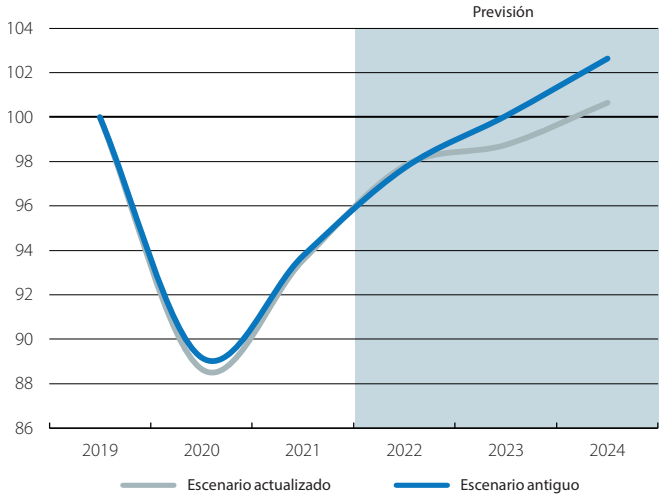
Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo 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.*

La crisis energética ensombrece las perspectivas de crecimiento de la economía española

Las previsiones de crecimiento para 2023 se revisan a la baja. El entorno económico sigue dominado por la crisis energética que estalló tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia. La severidad de esta crisis subió de tono durante la segunda mitad de agosto tras los sucesivos cortes de suministro de gas ruso a través del gaseoducto Nord Stream 1, que desembocaron, finalmente, en un corte total a principios de septiembre. Si en julio nuestro escenario de previsiones tomaba como referencia un precio del gas natural (TTF) de cerca de 90 €/MWh para el promedio de 2023, el mercado de futuros ha oscilado alrededor de los 200 €/MWh durante todo el mes de septiembre, más del doble de lo esperado hace tan solo dos meses. Asimismo, ante el fuerte aumento de los precios del gas, el BCE ha señalado su intención de incrementar el ritmo de subidas de los tipos de interés para hacer frente al aumento de la inflación. España se encuentra mejor situada que otras de las grandes economías europeas para lidiar con la crisis energética: nuestra dependencia del gas ruso es mucho menor que la de economías como la alemana o la italiana (el 9% de nuestras importaciones de gas en 2021 provenían de Rusia, frente al 65% de Alemania y el 43% de Italia, en 2020) y nuestra capacidad de regasificar gas natural licuado nos brinda mayor capacidad de diversificación de las importaciones de gas. Gracias a todo ello, es muy poco probable que veamos episodios de racionamiento de gas en nuestro país, a pesar del corte de suministros de gas ruso al norte de Europa. Sin embargo, nuestra economía no es inmune al aumento de precios del gas ni al aumento más pronunciado de los tipos de interés. Estas dinámicas nos llevan a revisar el escenario de previsiones. En el actual contexto, prevemos que el crecimiento del PIB se mantenga en registros cercanos al 0% en el tramo final del año y a principios de 2023. Para el conjunto de 2023, revisamos a la baja la previsión de crecimiento del PIB del 2,4% al 1,0%. Por su parte, también revisamos al alza la previsión de inflación hasta el 4,5% para el promedio de 2023 (antes, 2,6%).

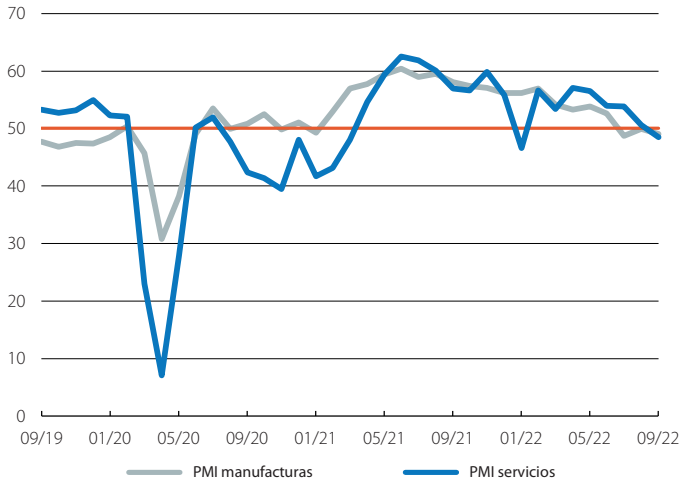
La actividad se debilita en el 3T. Tras el fuerte repunte del crecimiento del PIB en el 2T (1,5% intertrimestral), los indicadores de actividad sugieren un enfriamiento en el 3T. El PMI de servicios ha ido de más a menos durante el trimestre y en septiembre ya ha entrado en zona recesiva (48,5 puntos). El PMI de manufacturas ya entró en zona contractiva en julio y se ha mantenido allí desde entonces (49 puntos en septiembre). Asimismo, tanto los indicadores oficiales relacionados con el consumo –las ventas minoristas que publica el INE, o los datos de ventas de grandes empresas que publica Hacienda– como el indicador interno de consumo de CaixaBank Research sugieren que el consumo de los hogares cayó durante el 3T. En contraposición, los datos de creación de empleo se han mostrado más resistentes de lo previsto y los indicadores relacionados con el sector turístico apuntan a una buena temporada de verano (el gasto de los turistas extranjeros en julio-agosto se emplazó tan solo un 2,2% por debajo del nivel de los mismos meses de 2019, frente a un –3,9% del 2T). En su conjunto, prevemos que la economía crezca muy moderada-

España: PIB
Índice (100 = 2019)



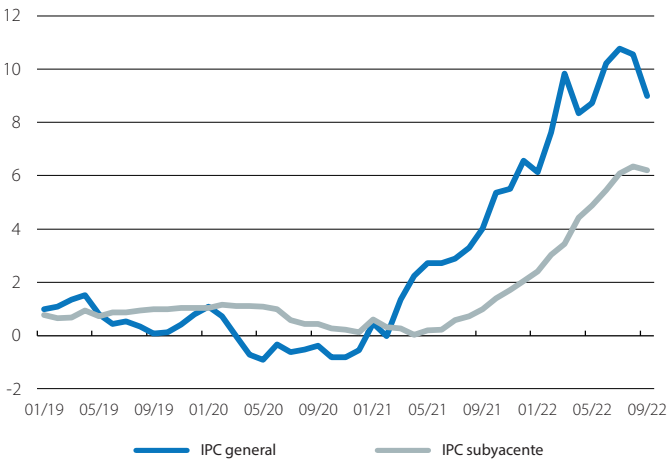
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.*

España: indicadores de actividad
Nivel



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

España: IPC
Variación interanual (%)



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

mente en el 3T, un 0,2% intertrimestral, aunque la incertidumbre es muy elevada y los riesgos apuntan más bien a la baja.

La creación de empleo pierde algo de fuerza en el 3T pero se mantiene en positivo. La afiliación a la S. S. aumentó en septiembre en 29.286 personas, cifra superior a la media en un mes de septiembre en el periodo 2014-2019 (+14.300). A pesar del buen dato de septiembre, en el conjunto del 3T la creación de empleo se modera, con un aumento medio de 24.000 personas, cifra inferior al aumento que solía registrarse antes de la pandemia (media de 70.000 en el periodo 2014-2019). Si consideramos los afiliados en términos desestacionalizados que no están en ERTE, el crecimiento respecto al trimestre anterior se modera hasta el 0,7% frente al 1,0% anotado en el 2T.

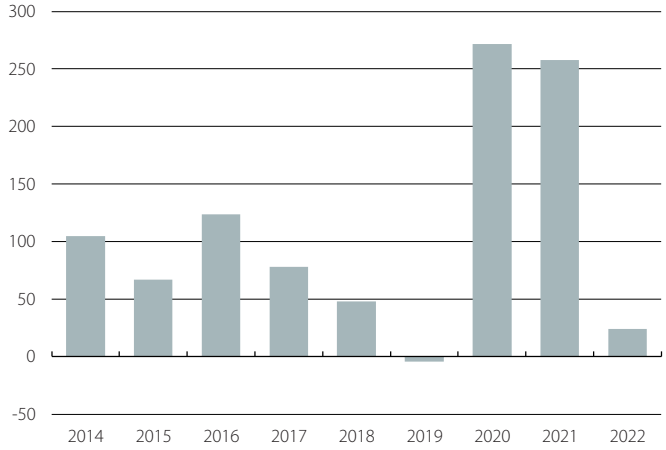
Pequeño respiro en los datos de inflación. Aunque la inflación se mantiene en cotas muy elevadas, los datos de septiembre muestran una notable reducción hasta el 9% desde el 10,5% de agosto. La inflación subyacente también se modera, aunque más tímidamente, hasta el 6,2% (6,4% en agosto). Esta moderación se debe, principalmente, a la caída de los precios de la energía. Destaca la fuerte corrección de precios de la electricidad y también la de los carburantes. Asimismo, el comportamiento de los precios del transporte se vio afectado por las bonificaciones puestas en marcha sobre el transporte público. Con todo, en la medida en que la moderación de la inflación ha venido dada por los precios de la energía, muy volátiles en los últimos meses, aún es pronto para descartar nuevos repuntes.

El precio de la vivienda frena su tendencia alcista en el 2T 2022. El precio de tasación de la vivienda libre creció un modesto 0,4% intertrimestral en el 2T, un avance significativamente inferior al trimestre precedente (2,4%) y que desacelera la tasa interanual hasta el 5,5% en el 2T desde el 6,7% en el 1T. Consideramos que algunos de los factores que han estado estimulando la demanda irán perdiendo impulso (menor crecimiento de la renta disponible real de los hogares, un clima de mayor incertidumbre y el aumento de los tipos de interés). Así, el dato de compraventas de julio ya muestra signos, muy débiles todavía, de moderación en la demanda: el número de compraventas creció un 8,0% interanual en julio cuando en el 1S avanzaba a un ritmo del 23,2%.

El déficit de las Administraciones públicas se reduce sustancialmente respecto al año anterior. Hasta junio, el déficit público, sin las corporaciones locales, se situó en el 2,3% del PIB, por debajo del 4,5% del mismo periodo de 2021 y ligeramente por encima del 2,2% de junio de 2019. Esta mejora del déficit se explica por el fuerte avance de los ingresos, un 12,7% interanual en los seis primeros meses de 2022, frente al aumento del 1,3% de los gastos. Por el lado de los ingresos, destaca el robusto aumento de los tributarios frente al de las cotizaciones sociales (16,5% frente a 5,4%). Los ingresos tributarios, especialmente los impuestos sobre producción, se están viendo favorecidos por el incremento de los precios de las bases imponibles. Por el lado del gasto, el descenso en las transferencias sociales (ligadas a la gradual desaparición de las medidas COVID) se ve compensado por el crecimiento en la remuneración de asalariados (2,6% interanual) y los consumos intermedios (7,5%). El gasto en intereses, por su parte, repunta un 13,8% interanual en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras.

España: afiliados a la Seguridad Social

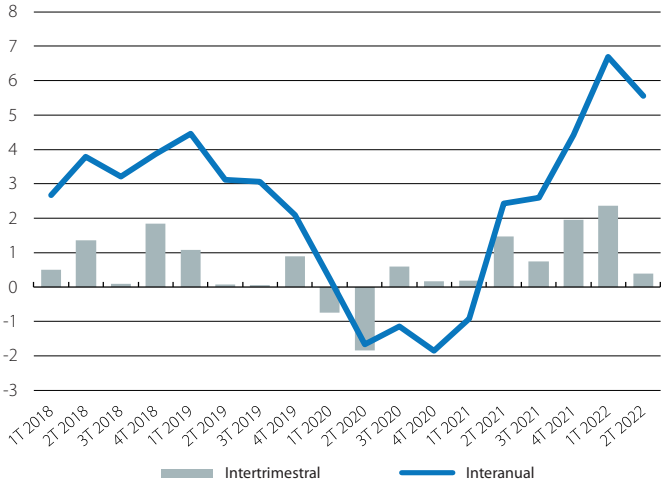
*Variación intertrimestral en miles en el 3T de cada año **



Nota: ** Se toma el promedio de la afiliación de los meses de julio, agosto y septiembre de cada año.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Seguridad Social.*

España: precio de la vivienda (tasación)

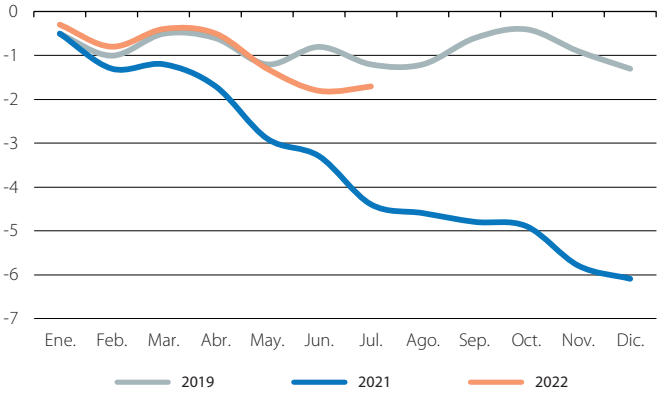
Variación (%)



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

España: capacidad/necesidad de financiación de las Administraciones públicas consolidado (sin corporaciones locales)

(% del PIB)



Nota: *Acumulado del año hasta el mes de referencia.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.*

Cambios en el mercado laboral en España

En el actual contexto de incertidumbre, uno de los aspectos más positivos de la economía española está siendo el buen comportamiento del mercado laboral. Pese a una cierta pérdida de impulso en los últimos meses, se sigue creando empleo a un ritmo notable, con especial protagonismo de la contratación indefinida, lo que, a su vez, está facilitando la reducción del paro y la temporalidad.

Por un lado, la afiliación a la Seguridad Social ya supera ampliamente los niveles prepandemia y se instala desde abril por encima de la barrera de los 20 millones (20,18 millones de afiliados en septiembre), mientras que el paro registrado se sitúa por debajo de los 3 millones, algo que no sucedía desde finales de 2008 (2,94 millones también en septiembre).

En cuanto a la contratación indefinida, ya venía mostrando desde mediados del pasado año una aceleración en sus ritmos de crecimiento, pero esta tendencia se intensificó tras la entrada en vigor de la reforma laboral, aprobada en diciembre de 2021,[1] y muy especialmente desde abril, cuando concluyó el periodo transitorio para algunas novedades contractuales.[2] Los datos son elocuentes: los contratos indefinidos firmados en los nueve primeros meses del año superan los 5,25 millones, la cifra más alta de la serie en dicho periodo y que representa el 37,0% de los contratos firmados, en contraste con el 9,0% antes de la pandemia (promedio en enero-septiembre de 2014-2019).[3] Por lo que respecta a los contratos temporales, se firmaron poco más de 8,9 millones, la cifra más baja en enero-septiembre desde 1999: se reducen, principalmente, los contratos de muy corta duración (penalizados ahora con cotizaciones más elevadas) y los de obra y servicio, que desaparecen con la nueva normativa.

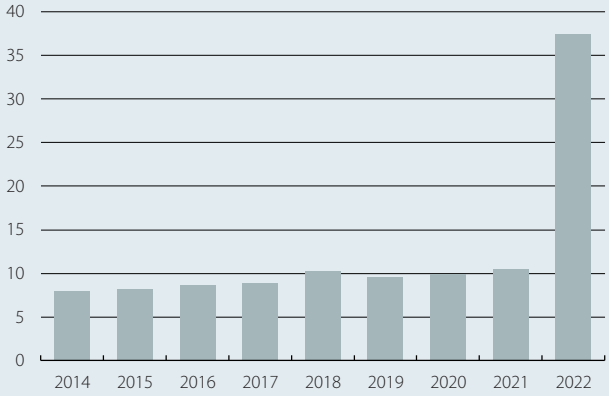
En términos de *stock*, el número de afiliados con contrato indefinido supera los 11,82 millones en septiembre, máximo histórico y que representa ya el 74,7% de los trabajadores inscritos en el Régimen General, casi 13 puntos por encima de lo que era habitual en los meses de septiembre anteriores a la pandemia; en consecuencia, la tasa de temporalidad en el Régimen General sigue reduciéndose hasta el 16,9%, 12,5 puntos menos que en septiembre de 2019.

¿Es la reforma laboral la responsable del *boom* del empleo?

Aún es pronto para extraer conclusiones sobre la reforma y su impacto en el funcionamiento del mercado laboral, y habrá que esperar a disponer de más información. En primer lugar, asistimos a una cierta «reclasificación» de contratos: por un lado, los contratos por obra en el sector de la construcción antes se consideraban temporales y ahora indefinidos; por otro, muchos contratos temporales se convierten en fijos discontinuos,[4] ya que, al eliminarse los contratos de obra y servicio y reforzarse la causalidad de los temporales, hay actividades que, por su estacionalidad, no pueden acogerse a otra modalidad contractual. En este sentido, de los contratos indefinidos firmados hasta septiembre, casi 1,67 millones fueron fijos discontinuos, una cifra nunca vista en un periodo similar y que supone el

España: contratos indefinidos registrados *

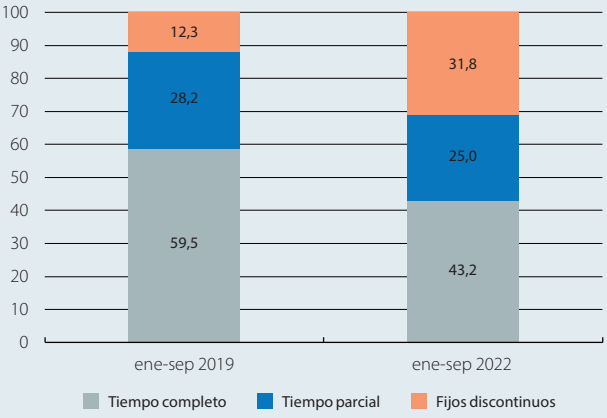
(% sobre el total de contratos registrados en el periodo)



Nota: ** Datos acumulados desde enero hasta septiembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Trabajo.*

España: contratos indefinidos por tipo

(% sobre el total de contratos indefinidos en el periodo)



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

1. Para más detalle, véase el Focus «La reforma laboral: un ejercicio de equilibrios con foco en la temporalidad», en el IM02/2022.
2. Hasta el 30 de marzo se podían crear contratos temporales conforme a la normativa previa.
3. Por tramos de edad, y con datos hasta agosto, el crecimiento de la contratación indefinida ha sido más intenso entre los jóvenes (menores de 25 años): un 362% respecto a 2019, frente al 226% de media.
4. El contrato fijo discontinuo, regulado en el artículo 16 del Estatuto de los Trabajadores, es aquel contrato indefinido donde la actividad del trabajador se desarrolla de forma intermitente a lo largo del año, tal y como sucede en actividades agrarias o relacionadas con el turismo. En los periodos de inactividad estos trabajadores no computan como parados, sino como demandantes de empleo no ocupados (DENO), al igual que los trabajadores en ERTE.

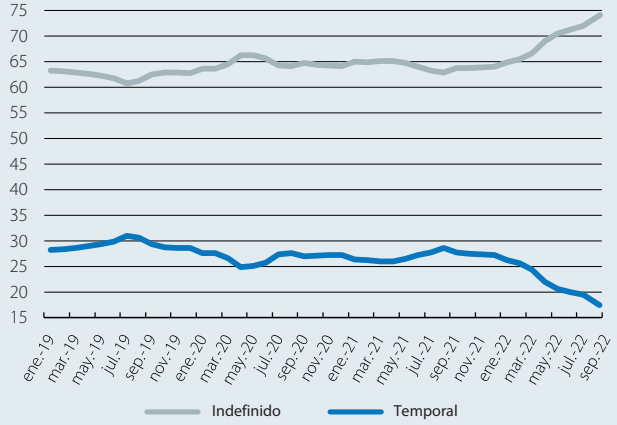
31,8% del total (12,3% en 2019); por su parte, dentro de los afiliados con contrato indefinido, los fijos discontinuos alcanzan los 896.613 en septiembre (7,6% del total *vs.* 4,3% en 2019). Este proceso de trasvase continuará hasta que se hayan extinguido por completo los contratos de obra y servicio.

Un aspecto positivo que se está produciendo tras la entrada en vigor de la reforma laboral es la pérdida de relevancia de los contratos de muy corta duración (siete días o menos): suponen el 19,7% de los contratos firmados hasta agosto, frente al 27,2% en el mismo periodo de 2019. Por sectores, estos contratos siguen siendo utilizados, principalmente, en la hostelería, si bien se observa un menor peso: en los ocho primeros meses del año concentró el 24,4% de este tipo de contratos, frente al 34,7% del mismo periodo de 2019; por detrás se sitúan la industria manufacturera (13% del total) y las actividades artísticas (11,5%), aunque en ambos casos aumentan su participación respecto a 2019 (11,8% y 8,7%, respectivamente).

Nuria Bustamante y Sergio Díaz

España: afiliados por tipo de contrato

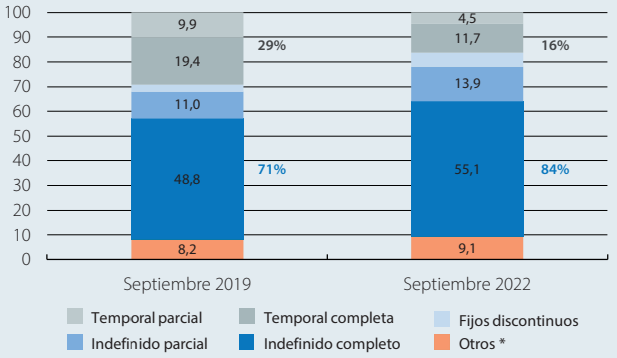
(% sobre el total de afiliados en el Régimen General)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Seguridad Social.*

España: estructura de afiliados por tipo de contrato y jornada

(% sobre el total)



Nota: ** Aprendizaje, formación, prácticas, afiliados que no tienen contrato (funcionarios), cuidadores no profesionales, programas de formación y prácticas no laborales en empresas, etc.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Seguridad Social.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Industria									
Índice de producción industrial	–9,5	8,8	1,9	1,7	1,6	4,6	5,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–13,6	0,6	2,6	5,0	6,8	0,4	–4,9	–5,5	–5,2
PMI de manufacturas (*valor*)	47,5	57,0	58,9	56,9	55,8	53,2	48,7	49,9	49,0
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	–12,8	4,7	15,0	24,6	31,6	18,8	10,8	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	–12,5	9,6	22,4	32,5	41,8	33,6	25,9	...	...
Precio de la vivienda	2,1	3,7	4,2	6,4	8,5	8,0	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–77,3	64,7	–34,5	64,7	313,4	311,7	290,5	251,4	...
PMI de servicios (*valor*)	40,3	55,0	59,6	57,4	52,2	55,9	53,8	50,6	48,5
Consumo									
Ventas comercio minorista	–7,1	5,1	–0,3	0,7	0,4	1,1	–0,5	0,0	...
Matriculaciones de automóviles	–29,3	158,0	–24,5	–17,1	–7,5	–10,3	–12,5	9,1	12,7
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,7	–12,8	–8,8	–13,0	–17,6	–26,4	–35,1	–31,7	–32,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	–2,9	3,0	4,5	4,3	4,6	4,0	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	15,5	14,8	14,6	13,3	13,6	12,5	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	–2,0	2,5	3,8	3,9	4,5	4,8	3,8	3,5	3,3
PIB	**–11,3**	**5,5**	**4,2**	**6,6**	**6,7**	**6,8**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
General	–0,3	3,1	3,4	5,8	7,9	9,1	10,8	10,6	9,0
Subyacente	0,7	0,8	0,8	1,7	3,0	4,9	6,1	6,4	6,2

Sector exterior

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,0	21,2	15,2	21,2	26,2	22,2	22,8	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,7	24,8	13,5	24,8	36,1	35,2	36,6	...	...
Saldo corriente	**6,8**	**11,5**	**11,7**	**11,5**	**8,5**	**9,6**	**8,5**	**...**	**...**
Bienes y servicios	16,3	17,9	18,8	17,9	14,2	16,2	16,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	–9,5	–6,4	–7,2	–6,4	–5,7	–6,7	–7,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**11,9**	**22,4**	**20,3**	**22,4**	**19,8**	**22,5**	**21,3**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	07/22	08/22	09/22
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	6,1	4,8	5,8	5,2	5,4	5,3	5,4	...
A la vista y ahorro	12,3	10,3	8,9	9,2	9,3	9,2	8,6	8,4	...
A plazo y preaviso	–16,5	–24,4	–26,0	–27,6	–26,8	–25,4	–21,9	–19,9	...
Depósitos de AA. PP.	1,0	15,5	15,1	19,4	19,3	15,6	8,3	11,8	...
TOTAL	**7,1**	**6,7**	**5,5**	**6,6**	**6,0**	**6,0**	**5,5**	**5,8**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	1,2	0,3	–0,7	–0,1	0,2	0,8	1,2	1,6	...
Empresas no financieras	4,9	1,1	–1,9	–1,0	–0,5	0,7	2,0	3,2	...
Hogares - viviendas	–1,8	0,2	0,6	1,0	1,3	1,4	1,1	1,1	...
Hogares - otras finalidades	0,8	–1,2	–1,2	–1,2	–1,1	–0,4	–0,9	–0,9	...
Administraciones públicas	3,0	15,3	22,7	11,6	3,4	1,9	–3,1	–3,7	...
TOTAL	**1,3**	**1,1**	**0,7**	**0,6**	**0,4**	**0,9**	**0,9**	**1,2**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**4,5**	**4,3**	**4,4**	**4,3**	**4,3**	**4,1**	**3,8**	**...**	**...**

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.*

Portugal: empeoran las perspectivas

Tras un vigoroso 2022, los vientos en contra empañan las perspectivas para 2023. El INE ha revisado al alza el crecimiento del PIB del 1S 2022, lo que prácticamente garantiza que el crecimiento en el conjunto del año supere el 6%. Sin embargo, la información disponible más reciente avanza un debilitamiento de la actividad: los indicadores coincidentes se desaceleran, el indicador de actividad diaria registra una variación interanual negativa en septiembre y el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea cae, acercándose a un nivel indicativo de contracción. En un contexto de crisis energética, elevadas presiones inflacionistas y endurecimiento de la política monetaria, esperamos un retroceso del PIB ya en el 4T y una desaceleración significativa en 2023, hasta alrededor del 0,5% en el cómputo anual. En cualquier caso, el escenario sigue sujeto a una elevada incertidumbre, asociada, en gran medida, al suministro de gas a Europa y a la efectividad de las medidas de ahorro energético, si bien nuestro escenario central no contempla periodos de racionamiento energético.

La inflación cobra mayor impulso en septiembre. La primera estimación del IPC se sitúa en el 9,3% interanual (8,9% en agosto). Este dato está en consonancia con el nuevo escenario central para esta variable, que considera una inflación media del 7,9% en 2022 y del 5,7% en 2023. Nuestras perspectivas apuntan a una inflación elevada más persistente en el tiempo, fruto de la depreciación del euro frente al dólar, la continua tensión en las cadenas logísticas y la traslación del aumento de los precios energéticos.

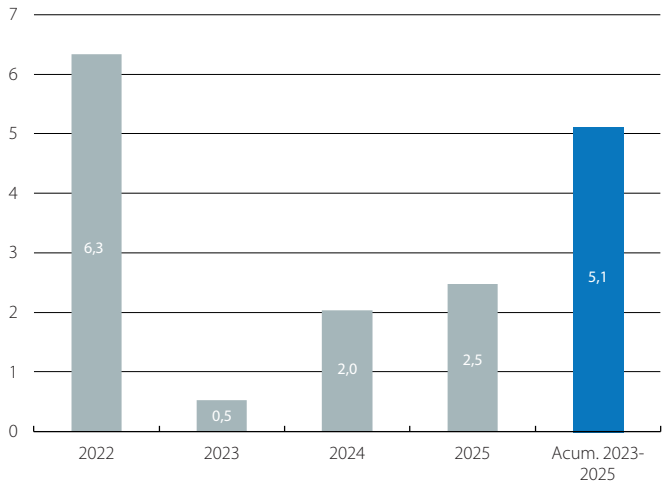
El mercado laboral mantiene un buen tono por el momento. Aunque el mercado laboral está mostrando cierta resiliencia, y la tasa de paro se mantuvo en el 6,0% en agosto, el debilitamiento de la actividad y el deterioro de la situación de las empresas derivado del aumento de costes financieros y energéticos afectará negativamente a la contratación. En este escenario, prevemos un aumento de la tasa de paro, desde una media del 5,9% en 2022 al 6,4% en 2023.

Los costes de la energía empeoran el déficit por cuenta corriente. En los primeros siete meses del año, el déficit por cuenta corriente alcanzó los 3.712 millones de euros, unos 1.500 millones más que en el mismo periodo de 2021. El aumento de los precios de la energía deterioró la balanza energética y la subida del precio de otros bienes importados también empeoró el saldo de bienes no energéticos; en el lado positivo, el superávit de turismo superó al del mismo periodo del año anterior en 6.000 millones. Estimamos que 2022 cierre con un déficit por cuenta corriente del 2,7% del PIB, 1,6 puntos más que en 2021.

El precio de la vivienda se frenará considerablemente en 2023. Dado el fuerte crecimiento de los precios de los inmuebles en la primera parte de 2022, esperamos una significativa subida en el conjunto del año (+10,1%), pero también una acusada desaceleración en los próximos ejercicios (+1% en 2023 y 2,2% en 2024). La demanda se irá frenando ante el endurecimiento de las condiciones financieras, la mayor incertidumbre y la debilidad de la renta real de las familias. Sin embargo, existen dos factores principales que siguen apoyando a los precios: la pujante demanda de viviendas por parte de extranjeros, principalmente de fuera de la UE, y la escasez de oferta de nuevas viviendas.

Portugal: previsiones del PIB

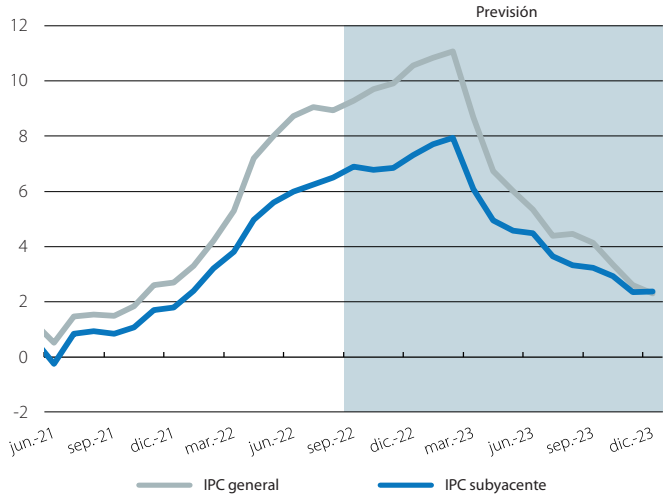
Crecimiento anual (%)



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

Portugal: IPC

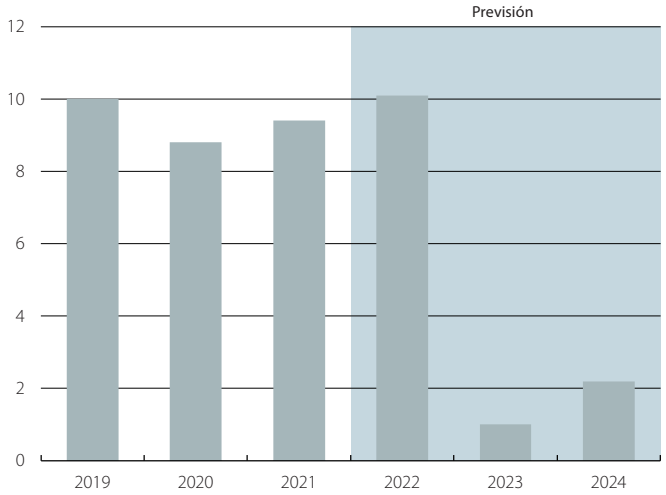
Variación interanual (%)



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

Portugal: índice de precios de la vivienda

Variación promedio anual (%)



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

Portugal: vuelven los riesgos presupuestarios para 2023

El próximo año supondrá un gran desafío para las finanzas públicas portuguesas debido al contexto de elevada inflación, empeoramiento de las condiciones financieras y fuerte desaceleración de la economía. En este contexto, además de la probable desaceleración del crecimiento de los ingresos fiscales y contributivos ante el menor avance de la renta de familias y empresas, aumenta el riesgo sobre el comportamiento de los gastos. En este artículo, nos centramos en estimar el impacto del aumento de los intereses sobre el gasto público y de la inflación sobre las partidas de gastos de personal y pensiones.

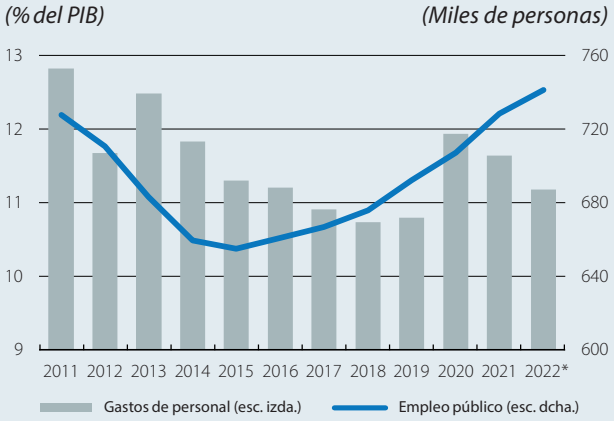
En cuanto a los gastos de personal, hay que tener presente que le corresponde al Gobierno, durante la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado, la decisión sobre la actualización de los salarios de los funcionarios públicos. El Gobierno ya confirmó que dicha actualización dependerá de la capacidad de pago del Estado y de las negociaciones salariales con los sindicatos. En este ejercicio asumimos una subida salarial del 2% en 2023, de acuerdo con el objetivo para la tasa de inflación a medio plazo (del 2%). En este contexto, y suponiendo un crecimiento del número de funcionarios públicos del 1%,[1] los gastos de personal aumentarían un 3% y el impacto en los gastos rondaría los 0,3 p. p. del PIB (este cálculo no tiene en cuenta el impacto de los progresos en la carrera u otros aumentos de la masa salarial). Cabe destacar que, en caso de que el Gobierno optase por actualizar los salarios al tipo de inflación medio registrado en los 12 meses hasta noviembre de 2022,[2] como se ha aplicado en los últimos años, los gastos de personal aumentarían más de un 8% respecto a la previsión para 2022 y el impacto en las cuentas públicas podría alcanzar los 0,9 p. p. del PIB.

Con respecto a las pensiones de jubilación, si consideramos la fórmula que se aplicará en 2023 y que se anunció recientemente,[3] estimamos que el impacto en el gasto público alcance los 0,6 p. p. del PIB (es decir, un aumento de más de 1.400 millones de euros).[4]

Finalmente, y atendiendo a las expectativas de aumento de los tipos de interés por parte del BCE de al menos 100 p. b. adicionales hasta 2023, es razonable que los tipos de interés soberanos acompañen, por lo menos en parte, a este movimiento. Incorporando esta subida de los costes de financiación, estimamos un aumento del gasto por intereses de la deuda pública entre 0,2 y 0,3 p. p. del PIB, lo que situaría el pago de los intereses en el 2,4%-2,5% del PIB. Asimismo, el aumento de los tipos se irá notando progresivamente en los próximos años, a medida que el *stock* de deuda se vaya renovando y la deuda vencida se vaya sustituyendo por otra más cara. De este modo, la tendencia de aumento del peso de los intereses de la deuda en el PIB y en el gasto público se antoja inevitable y significa que la política fiscal encontrará en esta partida una restricción cada vez más fuerte, que debe tenerse en cuenta en el diseño de las políticas futuras.

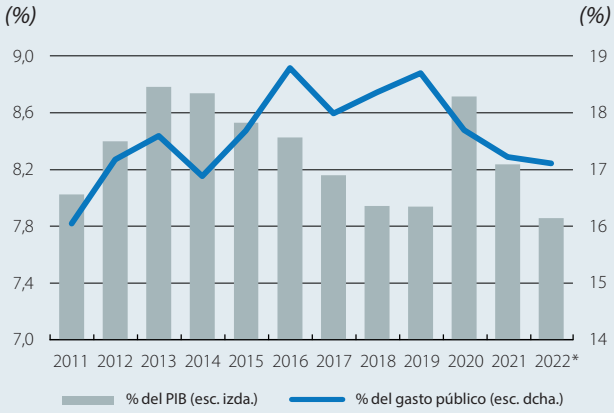
Hay otros factores que probablemente también presionarán el gasto público al alza, como el impacto de la inflación en los nuevos contratos de suministro de bienes y servicios a las Administraciones públicas, la eventual necesidad de prolongar y/o implementar nuevas medidas de apoyo a las familias y a las empresas para atenuar

Portugal: gastos de personal



Notas: ** Previsión del Gobierno en el PGE 2022 para gastos de personal. Promedio de empleo público registrado en el 1T 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del DGAEP, del PGE 2022 y del INE de Portugal.*

Portugal: gasto en pensiones de la Seguridad Social



Nota: ** Previsión del Gobierno en el PGE 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del PGE 2022 y del INE de Portugal.*

1. Asumimos que el número de funcionarios públicos crecerá al ritmo medio registrado entre 2015 y 2019.
2. Tomando como base las previsiones de CaixaBank Research para el IPC mensual.
3. Para pensiones de hasta 886 euros mensuales, la actualización es del 4,4%; para pensiones de entre 886 y 2.659 euros, la actualización se reduce hasta el 4,1%, y para pensiones superiores a los 2.659 euros, la actualización alcanza el 3,5%.
4. Se asume que el número de pensionistas aumenta en la misma proporción que la registrada en el 1S 2022, es decir, un 0,6%.

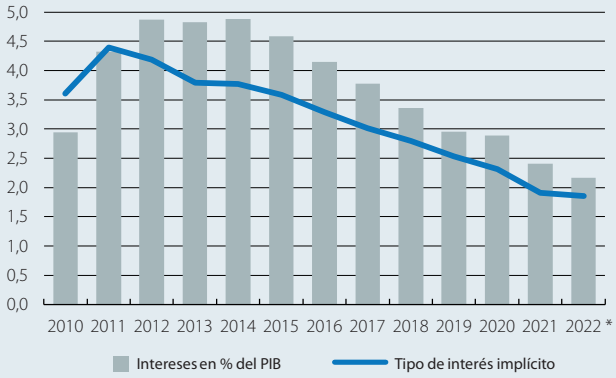
los efectos de la crisis energética, y el aumento de los precios de los alimentos en sus presupuestos y la actualización del índice de las ayudas sociales, que tendría repercusiones en el aumento de otras prestaciones sociales como el paro.[5]

Pese a estos impactos y al efecto residual que el paquete «Las familias primero» todavía tendrá el próximo año, el déficit en 2023 podría reducirse desde el 1,9% del PIB estimado por el Gobierno para 2022 hasta niveles cercanos al 1,3% del PIB, favorecido por el avance del PIB nominal y el impacto de la inflación en el alza de la recaudación al aumentar las bases impositivas. No obstante, cabe mencionar que, más allá de otros efectos, no se consideran posibles medidas discrecionales que puedan llegar a incluirse en la propuesta de Presupuesto de Estado para 2023, que se dará a conocer a mediados del mes de octubre, o la posible sorpresa positiva en la ejecución presupuestaria de 2022.[6]

Vânia Duarte

Portugal: pago de intereses de la deuda pública

(%)



Nota: ** Previsión del Gobierno en el PGE 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del PGE 2022 y del INE de Portugal.*

5. La actualización del IAS depende del crecimiento real del PIB y de la variación media de los últimos 12 meses del IPC sin incluir la vivienda.
6. Por ejemplo, el Consejo de las Finanzas Públicas estima un déficit del 1,3% en 2022, considerando ya el impacto de las medidas del paquete «Las familias primero». Asumiendo que el déficit en 2022 sea el citado por el CFP y los impactos estimados en este artículo, el déficit se quedaría en 2023 cerca del 0,7% del PIB.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	07/22	08/22	09/22
Índice coincidente de actividad	–5,5	3,1	6,1	6,9	7,0	...	6,6	6,4	...
Industria									
Índice de producción industrial	–6,9	4,5	–1,5	–2,1	1,9	...	–0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–15,3	–5,3	–1,4	–0,1	–2,3	–4,7	–4,0	–4,7	–5,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	13,5	–6,9	44,7	–24,1	...	–8,3	...	...
Compraventa de viviendas	–11,2	20,5	17,2	25,8	4,5	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,3	8,6	11,0	11,5	14,2	...	16,1	15,8	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	...	296,8	269,9	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	–19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	20,5	18,9	14,4
Consumo									
Ventas comercio minorista	–3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	...	3,1	3,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	–6,2	4,6	7,2	6,7	5,1	...	3,5	2,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,4	–17,2	–13,5	–19,3	–30,5	–31,8	–31,2	–31,6	–32,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada	–1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	...	0,9	1,0	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	...	6,0	6,0	...
PIB	**–8,3**	**5,5**	**6,6**	**12,0**	**7,4**	**...**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	07/22	08/22	09/22
General	0,0	1,3	2,4	4,3	8,0	9,0	9,1	8,9	9,3
Subyacente	0,0	0,8	1,5	3,1	5,5	6,4	6,2	6,5	6,9

Sector exterior

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	07/22	08/22	09/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	...	20,5	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,8	22,0	22,0	33,3	31,3	...	31,8	...	...
Saldo corriente	**–2,1**	**–2,5**	**–2,5**	**–4,3**	**–4,7**	**...**	**–4,0**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–3,9	–5,7	–5,7	–6,9	–6,4	...	–5,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	...	1,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–0,1**	**1,2**	**1,2**	**–0,8**	**–1,3**	**...**	**–1,9**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	07/22	08/22	09/22
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	...	8,4	7,9	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	...	12,9	11,6	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	...	2,8	3,1	...
Depósitos de AA. PP.	–21,0	–4,1	–4,1	9,8	8,5	...	5,3	5,0	...
TOTAL	**8,9**	**9,0**	**9,0**	**8,9**	**8,2**	**...**	**8,3**	**7,8**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	4,6	2,9	2,9	2,8	2,7	...	2,1	2,1	...
Empresas no financieras	10,5	2,2	2,2	1,2	1,0	...	–0,3	–0,3	...
Hogares - viviendas	2,1	3,3	3,3	3,0	3,8	...	3,7	3,6	...
Hogares - otras finalidades	–1,1	3,1	3,1	6,4	3,3	...	3,0	3,2	...
Administraciones públicas	–4,2	3,8	3,8	5,3	–1,3	...	0,0	–0,3	...
TOTAL	**4,2**	**2,9**	**2,9**	**2,8**	**2,5**	**...**	**2,0**	**2,0**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**4,9**	**3,7**	**3,7**	**3,6**	**3,4**	**...**	**–**	**–**	**–**

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.*

REPowerEU o cómo acelerar la transición energética para sobrevivir en el nuevo contexto geopolítico

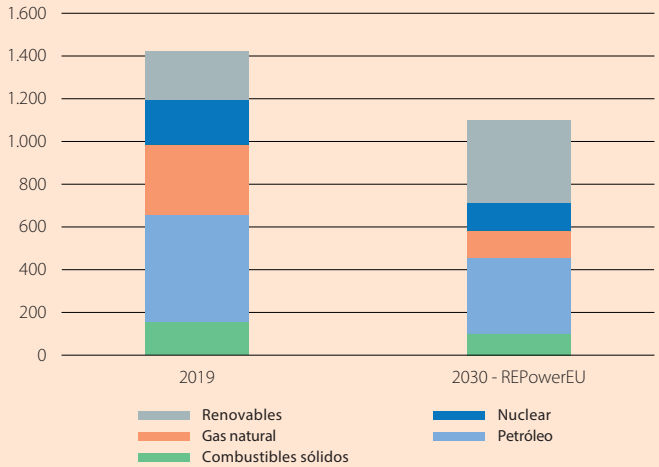
La guerra en Ucrania ha supuesto un punto de inflexión en las relaciones entre la UE y Rusia, y ha puesto de manifiesto las graves implicaciones de la elevada dependencia europea de las importaciones de energía de procedencia rusa, sobre todo del gas. Conscientes de que la dependencia energética jugaba en contra de la UE, la Comisión aprobó en mayo el plan REPowerEU, con medidas para acelerar la transición energética prevista en el *Green Deal* y en el *Fit for 55*.[1]

Dejar de depender del gas ruso, objetivo clave del REPowerEU, aunque difícil de cumplir en su totalidad a corto plazo

Con el plan REPowerEU, la Comisión presentó en mayo una estrategia clara para eliminar completamente la dependencia europea de los combustibles fósiles rusos en 2027. Así, contemplaba un plan específico para sustituir las importaciones de gas ruso en la UE (155 bcm[2] en 2021) completamente en 2027 y en aproximadamente dos tercios (más de 100 bcm) a finales de 2022.[3] Sin embargo, con datos hasta agosto de 2022, la UE ya había importado un total de 53 bcm de gas ruso, de modo que la reducción de la dependencia rusa este año será muy posiblemente algo menor de lo fijado en el REPowerEU. A corto plazo, la Comisión confía principalmente en el gas natural licuado (GNL) para sustituir el gas ruso y estima que las importaciones podrían aumentar este año en 50 bcm,[4] una meta factible según los datos disponibles. Bruselas también confiaba en sustituir más de 50 bcm adicionales en 2022 a través de distintas palancas: mayores importaciones de gas vía gaseoducto de otros proveedores (Noruega, Argelia o Azerbaiyán serían los principales), carbón, menor demanda por los mayores precios, ahorro energético,[5] nucleares... Estos 50 bcm adicionales eran un objetivo un tanto ambicioso; por ejemplo, sustituir 10 bcm a través de mayores importaciones de gas natural procedentes de terceros países, excluido el GNL, no será fácil de alcanzar (los datos de importaciones en lo que llevamos de año muestran que no han aumentado). Ante las evidentes dificultades para sustituir el gas ruso a corto plazo, algunos países (Alemania, Países Bajos, Austria y Francia) están considerando la posibilidad de aumentar el uso de carbón en la generación de electricidad, pese a las nocivas consecuencias sobre el cambio climático y a que entre en contradicción con los objetivos para reducir la emisión de gases de efecto invernadero establecidos por la Comisión.

Unión Europea: fuentes de generación de energía* actualmente y previsiones para 2030 según REPowerEU

Megatoneladas equivalentes de petróleo



Notas: ** Según definición de Eurostat, se refiere a la suma de la producción de energía primaria, de las importaciones y de las variaciones de inventarios, a lo que hay que restar las exportaciones y el repostaje de barcos en alta mar. Gracias a las mejoras en eficiencia energética, la oferta energética total será menor en 2030 que en 2019.*
Fuente: *Documentación de REPowerEU de la Comisión Europea según cálculos de Eurostat (2019) y Primes (2030).*

Es necesario avanzar en la integración energética de la UE

El plan REPowerEU reactiva la puesta en marcha de muchos proyectos energéticos que llevan tiempo pendientes y que hacen hincapié en las conexiones transfronterizas para lograr un mercado integrado que asegure el suministro de energía en todos los Estados miembros.

A corto plazo, el plan se centra en proyectos europeos de interés común para construir infraestructuras de gas con capacidad de 20 bcm anuales en Europa del Este y el Báltico este año, y en apoyar los planes de Alemania para la instalación de siete plantas flotantes de GNL, tres de las cuales se espera que ya estén operativas este invierno y que se sumarían a la que ya funciona desde verano en los Países Bajos. A medio plazo, se pretende que todas las economías europeas tengan acceso a tres fuentes alternativas de gas o al mercado global de GNL.

Asimismo, se enfatiza que se fomentará una mayor interconexión eléctrica de la península ibérica con Francia a través de proyectos transversales como la interconexión entre Bilbao y Burdeos a través del golfo de Vizcaya con el tendido de un cable submarino previsto para 2025[6] o las interconexiones también previstas con Navarra y Aragón. Por otro lado, también se ha puesto reciente-

1. El *Green Deal* es un plan presentado en enero de 2020 con actuaciones para luchar contra el cambio climático y lograr que en 2050 Europa sea el primer continente con emisiones cero. Una primera meta es reducir en 2030 las emisiones respecto a 1990 en al menos un 55%, y para ello es necesario adoptar nuevas normas y actualizar la legislación vigente en la UE, lo que se recoge en el paquete *Fit for 55* presentado en junio de 2022.
2. Mil millones de metros cúbicos. En 2019 las importaciones rusas fueron de 195 bcm.
3. Aunque no dan puntos intermedios entre 2022 y 2027, se iría reduciendo de forma gradual en este lustro hasta alcanzar la sustitución total en 2027.
4. Un aumento del 60% respecto a 2021.
5. Reducción del termostato de los edificios en 1°C.
6. Con ese cable de 400 kilómetros, la tasa de interconexión entre España y Francia alcanzaría el 5%. España hoy solo puede exportar al resto del continente, a través de Francia, el 2,8% de la electricidad que produce, pero la UE aconsejó en el 2002 que las conexiones transfronterizas transporten el 10% de la capacidad de producción eléctrica de cada país.

mente sobre la mesa la posibilidad de interconexiones gasísticas con Francia o Italia. Asimismo, se aboga por homogeneizar la forma de tratar el gas para la interconexión con Europa Central (España y Francia utilizan un tratamiento de odorización distinto al del resto de Europa). Además, el plan abre la puerta a que la península desempeñe un papel importante en el corredor del hidrógeno verde: reconoce que puede ser el actor principal, aprovechando su proximidad al norte de África, aunque no aporta detalles concretos sobre cómo se desplegaría. Se trata de inversiones cuantiosas con un periodo relativamente largo de maduración, por lo que el principal riesgo para su desarrollo es que la acuciante crisis energética haga que se le acaben dedicando menos fondos de los necesarios. La tensión entre el corto y largo plazo parece evidente.

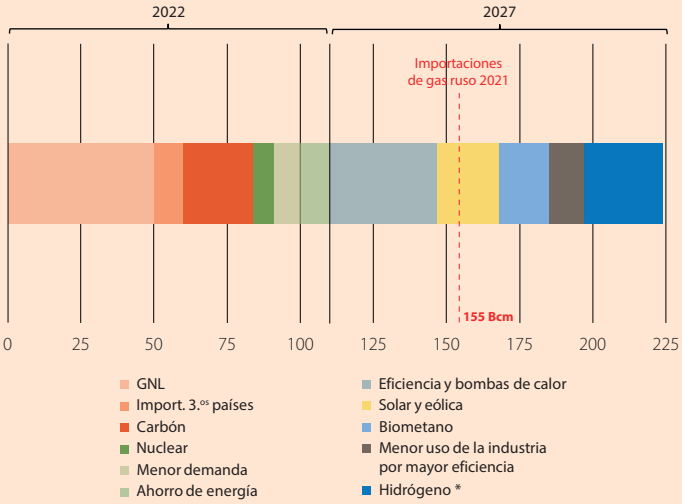
Un impulso a las renovables con tres grandes triunfadores a medio plazo: hidrógeno verde, biometano y energía solar

Parece claro que, a corto plazo, no va a resultar tan sencillo lograr la ansiada desvinculación energética de Rusia. Sin embargo, uno de los objetivos claros del plan REPowerEU es acelerar la transición energética en los próximos ocho años.

REPowerEU contempla un aumento del peso de las renovables en la oferta energética de la UE en 2030 de 5 p. p. respecto al plan energético *Fit for 55* hasta el 45% del total, a expensas de una reducción del gas de 7 p. p. hasta el 3,3% del total. Este incremento se basa, principalmente, en la intención de impulsar a medio plazo el hidrógeno renovable y el biometano, dos energías renovables que requerirán de una elevada inversión en infraestructuras e interconexiones.

Unión Europea: sustitución de importaciones de gas ruso

(Bcm de gas)



Nota: ** En el caso del hidrógeno, se sustituiría la cantidad mostrada en el gráfico en 2030.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la documentación de REPowerEU.*

En cuanto a la capacidad energética instalada en renovables, el objetivo de REPowerEU es aumentarla en un 15,8% respecto a lo marcado en el *Green Deal*, gracias principalmente a un mayor impulso de la energía solar. Así, la capacidad total de esta energía, una fuente en auge gracias al gran abaratamiento de su coste de producción e instalación, se debería cuadruplicar entre 2020 y 2030. Además, la Comisión Europea pretende acelerar su despliegue: propone reducir a tres meses el tiempo para conceder los permisos de instalación de las placas solares (en algunos casos actualmente se tarda hasta un año), sugiere que los Estados miembros reduzcan el IVA de placas solares y bombas de calor, y facilitará que los nuevos edificios construidos estén perfectamente acondicionados para que produzcan energía solar. De esta forma, la Comisión estima que, con el REPowerEU, las renovables clásicas (solar y eólica) podrían sustituir en un plazo de cinco años un 13,5% del total de gas ruso que importaba Europa al año antes de la guerra (155 bcm); el biometano, un 11%, y el hidrógeno verde, un 17,4% (en ocho años en este último caso).

Financiación: de dónde va a salir el dinero para financiar el REPowerEU

El Plan REPowerEU requerirá de unas inversiones muy importantes: la Comisión calcula unos 300.000 millones de euros hasta 2030, concentrándose 210.000 hasta 2027, la mitad de los cuales se destinaría a renovables. Las nuevas inversiones del Plan REPowerEU se añadirán a las ya planteadas en los planes de recuperación y en buena parte se financiarán vía los préstamos a los que los Estados miembros pueden optar en el marco NGEU. Así, la Comisión espera que 225.000 millones de euros se financien a través de la partida de créditos del NGEU. Los otros 75.000 hasta cubrir los 300.000 se financiarán a través de subvenciones procedentes de los fondos de cohesión (unos 27.000 millones), de nuevas subvenciones del NGEU obtenidas con la venta de derechos de emisión del sistema de comercio de emisiones de la UE (unos 20.000 millones) y de la Política Agraria Común (unos 7.500 millones). En este punto, conviene señalar que la Comisión adopta un papel de mero coordinador de estas políticas energéticas, pero que el plan acabe teniendo éxito dependerá en gran medida de la voluntad de los Estados miembros.

El sector bancario puede jugar un papel crucial en la movilización de recursos que permitan alcanzar los hitos de REPowerEU. Puede acompañar a clientes a reconocer esta oportunidad y facilitar la financiación de proyectos en los distintos ámbitos del plan y de iniciativas en sectores adyacentes, contribuyendo así a que los recursos lleguen al conjunto del tejido productivo y del territorio.

En definitiva, se pretende vincular de forma estrecha el REPowerEU con el NGEU. Sin embargo, el NGEU fue diseñado para superar un tipo de crisis diferente (la de la COVID-19), con parte de los fondos ya distribuidos y asignados, por lo que podría no ser suficiente. Se deberá seguir avanzando en una respuesta fiscal común para que las agendas del NGEU y del REPowerEU se cumplan.

Javier Garcia-Arenas y Rita Sánchez Soliva

Perspectivas de abastecimiento de gas en Europa: un juego de equilibrios

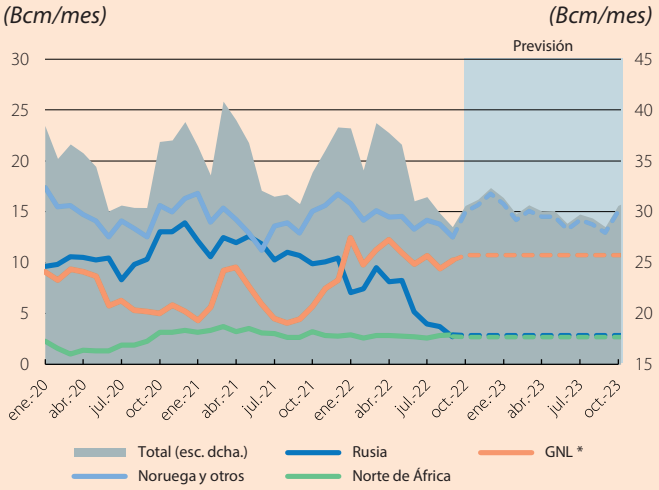
Los grandes cambios que se están produciendo en 2022 en las relaciones entre bloques están incentivando profundas transformaciones estructurales en ámbitos como la tecnología, la defensa y la política energética. Asimismo, el gas, energía clave en la transición energética, se ha convertido recientemente en arma política, lo que ha dejado en alerta máxima a los numerosos países e industrias dependientes de esta fuente de energía.

Importaciones de gas: sustitución parcial alcanzada

La UE es un importador neto de gas cuyos principales proveedores han sido históricamente los productores más cercanos en términos geográficos. En 2021, Rusia era el principal proveedor de la UE, con un 40% del total de importaciones de gas natural. Las importaciones desde el norte de Europa (principalmente Noruega) y del norte de África representaban un 30% del total. Por otro lado, las importaciones de gas natural licuado (GNL) desde otros orígenes representaban en 2021 el 30% restante de importaciones.[1]

La reciente escalada de tensiones con Rusia ha llevado a que las importaciones de gas procedentes de ese país se sitúen en mínimos históricos: en septiembre, las importaciones mensuales desde Rusia se situaron en 28.000 millones de metros cúbicos (bcm, por sus siglas en inglés), una cifra 8,0 bcm inferior a la de septiembre de 2021. Esta caída ha sido compensada con un aumento de las importaciones de GNL, que crecieron 5,8 bcm con respecto a septiembre de 2021, mientras que el resto de las importaciones se mantuvieron estables. En su conjunto, a pesar de la caída interanual del 74% en las importaciones de gas ruso en septiembre, las importaciones totales de gas natural están apenas un 7,4% por debajo del nivel registrado hace un año (véase el primer gráfico).

Importaciones de gas europeas según origen y escenario a futuro



Nota: ** Gas natural licuado importado desde cualquier país de origen.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Sin embargo, a pesar del elevado grado de sustitución que se ha alcanzado en 2022, la capacidad de la UE para importar más GNL a corto plazo está condicionada por diversos factores, como la limitada capacidad de regasificación en el norte de Europa, las deficiencias en la interconexión entre países de la UE (por ejemplo, la baja conectividad con la península ibérica, donde se encuentra cerca del 35% de la capacidad de regasificación de toda la UE), la oferta global limitada de GNL y la reducida cantidad de buques metaneros disponibles para el transporte.

Ante un escenario donde se prevé que las importaciones de gas ruso se mantendrán como mucho en el mínimo histórico actual,[2] pero también donde la sustitución de importaciones a corto plazo está cerca de alcanzar su límite, podemos proyectar las perspectivas de abastecimiento de gas en Europa añadiendo al análisis la situación actual de las reservas de gas y el patrón de consumo de gas natural.

Reservas de gas: ¿hasta cuándo nos ayudarán a aguantar?

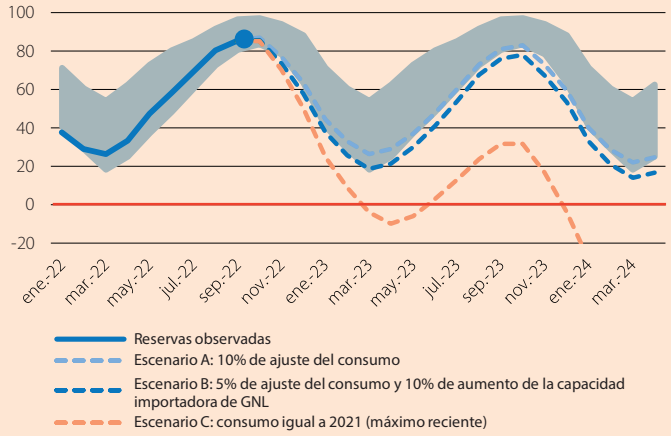
El nivel de reservas de la UE se ha situado, a cierre de septiembre, en torno al 90%, lo que permite alguna dosis de prudente optimismo. Sin embargo, es importante resaltar que el margen de maniobra real viene dado por la proyección de las reservas restantes al final de la estación fría, y no a su inicio, donde nos encontramos actualmente. Esto se debe a que, durante la estación fría, las importaciones de gas no son suficientes para abastecer la elevada demanda de gas, por lo que se utilizan también las reservas acumuladas durante la estación caliente. Históricamente las reservas de gas alcanzan un máximo entre el 80% y el 95% en octubre y caen hasta entre el 20% y el 50% en marzo, dependiendo principalmente de la severidad del invierno.

¿Hasta dónde caerán las reservas de gas europeas después del invierno teniendo en cuenta el descenso de importaciones rusas? Manteniendo el consumo igual al del año anterior (un máximo reciente) y las demás importaciones en el nivel promedio de 2022 (véase el primer gráfico), se puede constatar que las reservas actuales no serían suficientes para todo el invierno e implicarían racionamientos de energía (línea naranja del segundo gráfico). Además, teniendo en cuenta los límites del lado de la oferta, esta situación aún podría agravarse de cara al invierno de 2023-2024.[3] Por lo tanto, para minimizar los riesgos es necesario plantear, tal y como ha hecho la UE, medidas de reducción del consumo.

1. El origen de este gas varía entre países. Entre los grandes exportadores globales de GNL encontramos a Australia, Qatar, EE. UU. o Nigeria. Por otro lado, la mayoría de los buques metaneros se produce en Corea del Sur.
2. Asumimos que el Nord Stream 1 se mantendrá cerrado y que las importaciones vía los principales gaseoductos alternativos de Rusia hacia Europa, como el Yamal y el Turkstream, se mantendrán al nivel actual, de 2 bcm al mes.
3. El empeoramiento se debería a que la capacidad de rellenar reservas antes del invierno de 2023-2024 será mucho menor: las reservas partirían de mínimos históricos en marzo de 2023 y el volumen de importaciones será más reducido.

*Reservas de gas natural de la UE, escenarios **

(% sobre la capacidad de reservas)



Notas: ** Todos los escenarios asumen como base que se mantiene la actual sustitución de importaciones rusas. Ajuste del consumo versus consumo promedio2017-2021 (excluido 2020). El área sombreada representa el nivel máximo-mínimo histórico de reservas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de Bloomberg.*

En lo que sigue, analizamos dos escenarios adicionales partiendo del supuesto de que, sin medidas, el nivel de consumo de gas sería el del promedio de los últimos cinco años (sin 2020). Es una manera de suponer unas condiciones meteorológicas «promedio» y, por lo tanto, no tan extremas como las del año pasado. A partir de aquí, estimamos qué nivel de reducción del consumo o de aumento de importaciones de gas sería necesario para mantener las reservas de gas dentro del rango de seguridad (es decir, cerca de los mínimos históricos de reservas, la parte inferior de la franja gris del segundo gráfico), lo que evitaría problemas graves de suministro o medidas estrictas de racionamiento.

En un escenario conservador donde la UE no lograse aumentar las importaciones de gas, estimamos que sería necesario un recorte del 10% del consumo de gas. Esta es una cifra que parece factible de alcanzar ya este año, dado que, en el 1S 2022, algunos de los mayores consumidores de gas europeos, como Alemania, Países Bajos, Francia o Polonia, han reducido su consumo más de un 5% con respecto al promedio histórico. Además, se sitúa por debajo del 15% de reducción voluntaria de la demanda de gas natural a la que se comprometieron los Estados miembros el pasado julio para el periodo entre agosto de 2022 y marzo de 2023.

Por otro lado, en un escenario más benigno donde las importaciones esperadas de GNL aumentasen un 10%,[4] sería suficiente una reducción del consumo del 5% para mantener las reservas europeas de gas dentro del rango de seguridad.

Ajuste del consumo: los deberes van por barrios

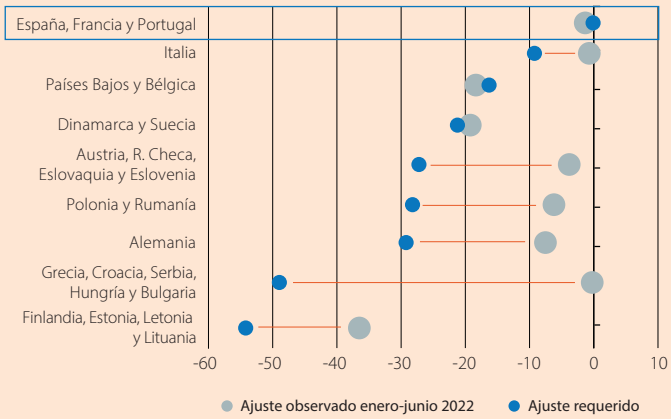
Si bien, la situación no será igual para todos los Estados miembros, tal y como se apunta en el análisis desarrollado por McWilliams.[5] Los autores analizan las necesidades de ajuste de consumo de gas por país, bajo un escenario más severo que el que realizamos en este artículo (recorte total de importaciones rusas y una menor sustitución por otros proveedores). En general, se estiman mayores necesidades de ajuste de consumo en países con menor facilidad de sustitución de importaciones y mayor dependencia de suministros desde Rusia. En este grupo se incluyen algunos países bálticos y del este europeo, así como Alemania, que podrían tener que enfrentarse a reducciones del consumo muy significativas para mantener un nivel estable de reservas los dos próximos inviernos. Por otro lado, países sin acceso al mar o con reducida capacidad de importación de GNL, como Polonia o Países Bajos, podrían tener que enfrentarse a ajustes de consumo similares a los propuestos por la Comisión Europea. Finalmente, los países históricamente menos dependientes del gas ruso y con mayor capacidad de importación de GNL, entre los cuales se encuentran Francia, Italia, España y Portugal, se encontrarían en una situación más holgada de cara a los próximos inviernos sin necesidad de ajustes de consumo, aunque, eso sí, con precios históricamente elevados.

Hace algunos meses, el primer ministro saliente de Italia y expresidente del BCE, Mario Draghi, preguntó de manera retórica a sus compatriotas si preferían «el aire condicionado o la paz» en Europa. Queda claro que, aunque el esfuerzo será asimétrico, en tiempos de guerra los europeos tendrán que utilizar la calefacción como arma de defensa.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster y Luís Pinheiro de Matos

Ajuste de consumo de gas natural observado y requerido

*Variación con respecto al nivel de base (%) **



Notas: ** Véase McWilliams, Z. (2022), «European Union demand reduction needs to cope with Russian gas cuts», Bruegel Blog, 7 de julio. El nivel de consumo de gas natural base es el promedio entre 2017 y 2021 (excluido 2020). El ajuste de consumo requerido es el que permitiría mantener un nivel de reservas estable durante dos inviernos. Los autores estiman que el ajuste de consumo requerido para la UE es del 15%, algo por encima de nuestra estimación del 10%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de estimaciones de Bruegel.*

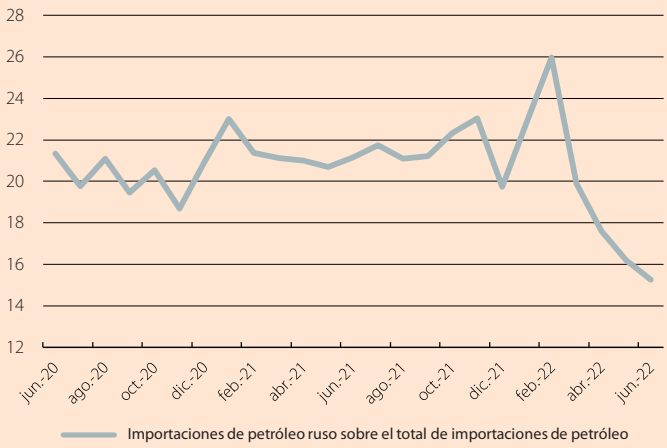
4. Aumento del 10% respecto al escenario base (véase el primer gráfico). La capacidad de aumento de importación dependerá de la disponibilidad de GNL en el mercado global, de la instalación de nuevas centrales de almacenamiento y regasificación en Europa y de la continuación, o no, de las importaciones de GNL desde Rusia. En este contexto, los Países Bajos (*hub* clave de importación de GNL en Europa) tienen dos centrales flotantes instaladas y Alemania prevé la instalación de dos centrales flotantes este 2022 y de tres adicionales para 2023-2024.
5. Véase McWilliams, Zachmann (2022). «European Union demand reduction needs to cope with Russian gas cuts». Bruegel Blog, 7 de julio. En su análisis, los autores trabajan con un escenario más pesimista que el que manejamos en este artículo: (i) asume una caída del 100% en importaciones rusas frente al 75% de nuestro escenario (debido a Turkstream y Yamal), (ii) asumen un flujo de importaciones no rusas un 19% inferior al de nuestro escenario y (iii) estima un nivel de reservas para el mes de septiembre del 70% (*vs.* el 90% efectivamente alcanzado).

Europa y el propósito de desvincularse del petróleo ruso: un objetivo alcanzable a corto plazo

Desde el comienzo de la guerra en Ucrania, el bloque de países de Occidente estableció como uno de sus objetivos reducir su dependencia de las importaciones de combustibles fósiles (carbón, petróleo y gas natural) de Rusia.[1] Este propósito, además de estar motivado por el deseo de disminuir la dependencia de los suministros energéticos a los flujos de un proveedor mayoritario, respondía al fin de tratar de debilitar la economía rusa.[2] Los primeros pasos los dieron EE. UU. y Canadá al imponer un veto a las importaciones de petróleo y gas ruso en marzo. Sin embargo, en el Viejo Continente la adopción de una decisión al respecto llevó más tiempo, dado que Europa históricamente ha sido el principal mercado de Rusia para sus exportaciones de petróleo y gas natural (el 30% y el 40%, respectivamente). Finalmente, en junio, todos los Estados miembros de la UE firmaron un paquete de sanciones[3] en el que se incluyó la prohibición de la compra, importación o transferencia de petróleo y determinados productos petrolíferos de Rusia a la UE. Las restricciones se aplicarán de manera gradual, entre diciembre y febrero de 2023, y afectarán al 90% del crudo y productos refinados que Rusia entrega al bloque europeo. No obstante, se firmó también una excepción temporal para las importaciones de crudo que se suministra vía oleoducto a algunos Estados miembros (como Hungría, República Checa y Eslovaquia) con una elevada dependencia de los suministros rusos y que carecen de alternativas viables a corto plazo. Adicionalmente, a finales de septiembre, en el seno de la UE se debatió la propuesta de un octavo paquete de sanciones a Rusia, en el que se contempla el establecimiento de un tope al precio del petróleo ruso.

OCDE Europa: dependencia del petróleo de Rusia

(%)



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

¿Cómo han evolucionado las importaciones de crudo de la UE?

Durante los primeros seis meses de la guerra, la UE se ha mantenido como el principal comprador de los combustibles fósiles rusos, aunque progresivamente ha ido reduciendo el porcentaje de las importaciones de estos bienes desde Rusia, desde el 70% en marzo hasta el 54% en agosto. Este descenso ha estado protagonizado en gran medida por el menor flujo de compras de gas natural, que se intensificó en agosto con la ralentización y posterior interrupción de los suministros a través de Nord Stream 1, y de carbón, cuyo embargo por parte de los países de la UE[4] entró en vigor también en agosto. Igualmente, en el caso del petróleo, la dependencia europea del crudo ruso se ha ido reduciendo gradualmente. Según datos de la Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés), el porcentaje de importaciones de crudo ruso sobre el total de las importaciones de petróleo de los países europeos de la OCDE se habría reducido desde el pico del 26% alcanzado en marzo, ante los temores a la escasez de suministros, al 15% en junio, como consecuencia de las sanciones financieras y comerciales impuestas sobre Rusia. De esta forma, el porcentaje de importaciones de petróleo ruso se situó en el promedio del 1S 2022 en el 19,6% (21,4% en la primera mitad de 2021).

Cabe destacar que, ante las menores compras procedentes de Europa, se ha producido una reorganización del comercio internacional de combustibles fósiles de Rusia. Los datos más recientes apuntan a que China habría desplazado a Alemania como principal comprador de petróleo y de carbón rusos. Asimismo, países como India y Egipto, que hasta antes del comienzo de la guerra apenas importaban petróleo de los Urales, han emergido como socios comerciales relevantes,[5] habiendo incluso llegado a importar más petróleo ruso que los principales países de la eurozona entre los meses de julio y agosto.

1. Rusia es una de las principales potencias en la producción y exportación de combustibles fósiles, donde se posiciona en la terna del *ranking* mundial.
2. Hasta 2021, el 40% del Presupuesto Federal de Rusia se alimentaba de los ingresos generados por los impuestos y los aranceles de exportación de gas natural y petróleo.
3. Sexto paquete de sanciones de la UE sobre Rusia (junio de 2022). Véase *Publications Office* (europa.eu).
4. Quinto paquete de sanciones de la UE sobre Rusia (abril de 2022). Véase *Publications Office* (europa.eu)
5. Según datos del Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA), India y Egipto se dedican al proceso de refino del petróleo que compran a Rusia y, posteriormente, lo exportan al resto del mundo occidental, como, por ejemplo, EE. UU. y Australia.

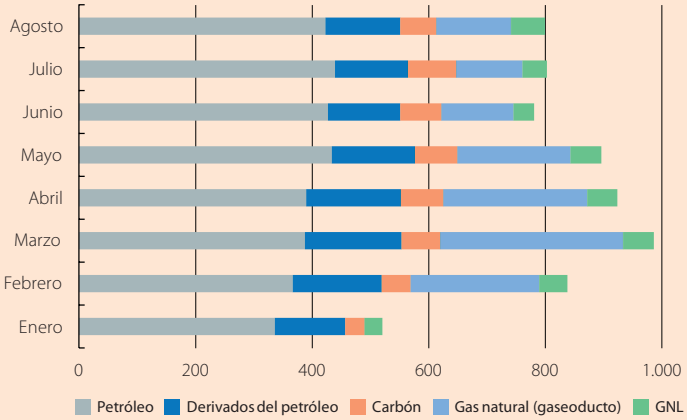
Esta redistribución comercial de los flujos de crudo ruso también se ha puesto de manifiesto en la evolución de los ingresos de Rusia por la venta de combustibles fósiles al resto del mundo. A pesar de las restricciones de Occidente y de la moderación de la actividad global, la participación de los nuevos compradores ha permitido que los ingresos diarios por las exportaciones de petróleo se hayan mantenido por encima de los niveles previos a la guerra en un contexto de precios internacionales del barril de crudo elevados, a pesar de su descenso respecto al mes de marzo, cuando el precio del barril de Brent alcanzó su nivel máximo (128 dólares).

Después del embargo del crudo ruso, ¿qué opciones tiene Europa?

Los esfuerzos de la UE por reducir el consumo de gas natural se están viendo compensados con un mayor consumo agregado de petróleo y carbón (un 8% y un 7% interanual en el 1S del año respectivamente, según Eurostat). Este incremento se ha producido en un contexto en el que las importaciones de Rusia se han ido reduciendo progresivamente e incluso prohibiendo, como en el caso del carbón, por lo que las compras de suministros energéticos de otros países se han incrementado. Por ejemplo, Sudáfrica y Colombia se han convertido en los principales proveedores de carbón, mientras que, en lo tocante al petróleo, en julio las importaciones diarias de crudo de Arabia Saudí e Irak aumentaron un 90% respecto a enero de 2022, y las de EE. UU. se situaron en niveles máximos. De cara a los próximos meses, se va a continuar reduciendo la dependencia del petróleo ruso: se estima que, con la entrada en vigor del embargo de la UE al crudo ruso, a finales de este año las importaciones de petróleo de la UE procedentes de Rusia disminuirán a 600.000 barriles al día, desde los 3 millones de barriles diarios antes del conflicto y los 2,3 millones de julio. Pese a ello, todo apunta a que las necesidades europeas de petróleo estarán cubiertas a corto y medio plazo. No en vano, a diferencia del gas, que depende críticamente de infraestructuras físicas para su transporte, el petróleo se puede transportar sin dificultades por vía marítima, lo que facilita que la sustitución de las importaciones rusas se pueda acometer a corto plazo. Así, además de contar con la oferta de petróleo de los países de la OPEP y de EE. UU., asociaciones internacionales como la IEA han mostrado su disposición a volver a liberar parte de sus reservas estratégicas de crudo, como ya hicieran a comienzos de la guerra. En cuanto a las implicaciones sobre los precios, cabe señalar que el hecho de que existan alternativas desde el lado de la oferta no debería implicar necesariamente un descenso de los precios del barril de crudo. De hecho, los países de la OPEP han expresado su deseo de mantener los precios en torno a los 80 y 90 dólares el barril, niveles por encima del promedio histórico y que mantendrán la presión alcista sobre las tasas de inflación mundiales.

Rusia: ingresos por venta de combustibles fósiles en 2022

(Millones de euros por día)



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

De cara a más largo plazo, es cierto que la crisis energética ha supuesto en el seno de la UE un acicate para impulsar fuentes de energía más respetuosas con el medio ambiente y menos dependientes de los combustibles fósiles, pero su pleno desarrollo se presenta como una empresa a medio plazo, lo que apunta a que las importaciones de crudo seguirán siendo relevantes para las necesidades energéticas europeas en los próximos años.

Beatriz Villafranca

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 COVID-19

Informe semanal de la evolución de la COVID-19 y de la campaña de vacunación en España y el mundo: incidencia acumulada, presión hospitalaria, nuevos casos y fallecidos, contagios por edad, ritmo de vacunación.

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.

Informe Agroalimentario 2S 2022

La guerra en Ucrania y su impacto en los precios de la energía y de las materias primas agrícolas seguirán condicionando las perspectivas del sector agroalimentario español en el segundo semestre del año.

Informe Inmobiliario 2S 2022

La evolución del precio de la vivienda, la fortaleza de la demanda extranjera en España o el riesgo de burbuja inmobiliaria en algunos mercados desarrollados son algunos de los temas que se tratan en el nuevo *Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2022*.

Informe de Turismo 1S 2022

Gracias al intenso proceso de recuperación que experimentó el sector turístico en verano, los indicadores de actividad turística publicados hasta el mes de diciembre no mostraban señal de agotamiento.

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., 2022
© Banco BPI, 2022

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