IM11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 472 | NOVIEMBRE 2022

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes

ECONOMÍA INTERNACIONAL
EE. UU.: ¿desaceleración controlada o aterrizaje forzoso del mercado inmobiliario?

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Economía en tiempo real: el nuevo portal de CaixaBank Research

Las cuentas públicas en 2023: aumentan los ingresos y también los gastos

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2023

Tiempos de transformación

¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023

La política económica ante el desafío energético: apoyar a los más vulnerables sin distorsionar la economía

Perspectivas España: 2023, un año cargado de desafíos

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Noviembre 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:
7 de noviembre de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes*
Antonio Montilla y Rita Sánchez

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *EE. UU.: ¿desaceleración controlada o aterrizaje forzoso del mercado inmobiliario?*
Clàudia Canals

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

20 *Economía en tiempo real: el nuevo portal de CaixaBank Research*
Josep Mestres y Judit Montoriol

22 *Las cuentas públicas en 2023: aumentan los ingresos y también los gastos*
Javier Garcia-Arenas

25 ECONOMÍA PORTUGUESA

26 Habemus pactum*: el acuerdo sobre rentas y competitividad será la referencia hasta 2026*
Vânia Duarte

29 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2023

29 *Tiempos de transformación*
José Ramón Díez

31 *¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023*
Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

33 *La política económica ante el desafío energético: apoyar a los más vulnerables sin distorsionar la economía*
Javier Garcia-Arenas y CaixaBank Research

35 *Perspectivas España: 2023, un año cargado de desafíos*
Oriol Carreras

Geopolítica, geopolítica y, de postre, geopolítica

La prosperidad económica y la transformación de las sociedades ha estado ligada de manera indiscutible a las revoluciones tecnológicas. En la actualidad, inmersos en la Cuarta Revolución Industrial y en medio de una intensa batalla geopolítica que, probablemente, desembocará en un mundo multipolar, las grandes economías deben decidir su estrategia de juego. Una estrategia que se desarrollará en numerosos frentes y donde ya estamos viendo un destacado papel del sector público, incluso en aquellos países que durante décadas habían ejemplificado de forma más evidente el liberalismo económico, como EE. UU.

De hecho, hace pocos días, el Gobierno de Biden aumentó las restricciones a la compra de chips estadounidenses por parte de empresas o individuos chinos. La limitación al uso de tecnologías avanzadas es una vía eficaz para frenar la capacidad de crecimiento de otros países, como mínimo a corto plazo. Y EE. UU. lo tiene claro, esta limitación tecnológica será una de las prácticas a seguir para coartar la relevancia geoestratégica de China, un país con un sistema político, social y económico marcadamente distinto al defendido por el mundo occidental.

En Europa, la pandemia primero y la guerra de Ucrania después han puesto de relieve la gran dependencia que tenemos de las manufacturas chinas y de la energía rusa. Una dependencia que a toda costa se quiere reducir, y que ha comportado una ampliación de la política de «autonomía estratégica» o «soberanía estratégica» defendida por la UE más allá de los ámbitos de la seguridad y la defensa sobre los que versaba inicialmente.

En la actualidad, la política de mayor autonomía también abarca la necesidad de incrementar la resiliencia de las cadenas de suministro globales mediante una disminución en la dependencia de ciertos productos y/o de países extranjeros, especialmente aquellos «menos amigos», así como la necesidad de defender los valores democráticos en todas las prácticas de la Unión.

Se trata de líneas de actuación en las que la UE no solo trabaja de forma individual, sino también juntamente con EE. UU. a través de instrumentos como el Consejo de Comercio y Tecnología, nacido en junio de 2021. De forma general, este Consejo se erige como un foro para que ambas regiones dialoguen y consensúen una agenda común sobre aspectos comerciales y tecnológicos, siempre desde un enfoque que apoye a los valores democráticos que comparten. De forma más particular, uno de los grupos de trabajo del Consejo se centra en aumentar la seguridad de las cadenas globales de valor, cuyas vulnerabilidades fueron puestas de manifiesto durante la pandemia de la COVID-19.

Una cuestión clave ahora es saber si la UE proseguirá con su enfoque más moderado en sus relaciones con el resto del mundo (también con China) para lograr sus objetivos de autonomía estratégica; o si, por el contrario, adoptará una posición más beligerante, de la mano de su renovado aliado transatlántico. Aunque todavía es pronto para conocer la orientación que adoptará nuestra Unión, se puede empezar a apreciar cierto viraje hacia una mayor tolerancia a la confrontación.

Una actitud más confrontacional en esferas como la tecnológica o la comercial puede acarrear enormes efectos negativos en términos de crecimiento económico a corto y medio plazo. Al fin y al cabo, vivimos en un mundo altamente globalizado, más que en ningún otro momento de la historia. En el caso de la UE, por ejemplo, la dependencia o «huella electrónica» de China es, hoy en día, más importante que la «huella energética» de Rusia en la economía europea. Y en el caso estadounidense, los vínculos con China en el sector electrónico o de maquinaria son incluso más profundos que los de la propia UE con el gigante asiático.

Pero si una posición de enfrentamiento puede acarrear importantes efectos no deseados sobre la actividad económica, ¿qué puede representar para el futuro de nuestro modelo político liberal y democrático una respuesta poco contundente por parte de Occidente al asedio actual al orden liberal internacional?

Clàudia Canals
Noviembre 2022

Cronología

OCTUBRE 2022

5 La OPEP acuerda recortar la producción de crudo en 2 millones de barriles por día respecto a los niveles de agosto de 2022.
23 Xi Jinping recibe un tercer mandato como secretario general del Partido Comunista de China.
27 El BCE sube los tipos de interés oficiales en 75 p. b.

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.

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.

Agenda

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).

DICIEMBRE 2022

2 España: *rating* Fitch.
España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
Portugal: producción industrial (octubre).
13-14 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
15 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15-16 Consejo Europeo.
16 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
23 España: contabilidad nacional trimestral (3T).
España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).
España: balanza de pagos y PIIN (3T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
Portugal: precios de la vivienda (3T).
Portugal: tasa de ahorro de los hogares (3T).
29 Portugal: NPL (3T).
30 España: avance del IPC (diciembre).
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
Portugal: avance del IPC (diciembre).

Puntos de inflexión

La economía mundial se encuentra en plena fase de transición, entre la resiliencia que siguió mostrando el crecimiento en los meses de verano y el ajuste a la baja de la actividad que estarían anticipando el rápido deterioro de las expectativas de los agentes económicos (especialmente marcado en octubre) y el endurecimiento de las condiciones financieras. Con riesgos que pueden mover la aguja, como la política de COVID cero en China o las tensiones geopolíticas.

La clave para los próximos meses será alcanzar el punto de inflexión en el comportamiento de la inflación, momento en el que se puede vislumbrar el final del proceso de subidas de los tipos de interés más agresivo de los últimos 40 años, lo que previsiblemente reduciría la volatilidad en el comportamiento de los mercados financieros. Y, de momento, no hay muchas novedades, pues seguimos acumulando sorpresas negativas generalizadas (con excepciones como la de España), destacando el aumento de los precios en octubre en la eurozona hasta el 10,7%, impulsada por la negativa evolución de países como Alemania (11,6%), Italia (12,8%) o Países Bajos (16,8%). Casi dos años después del inicio del proceso inflacionista continuamos asistiendo a nuevos máximos mes tras mes, mientras que los diferentes choques de oferta se han ido filtrando de forma generalizada a todos los sectores, como pone de manifiesto que en la eurozona casi el 60% de la cesta del IPC (45% en el caso de la subyacente) presenta crecimientos anuales de precios superiores al 5%. Pero, lo más importante es que estamos lejos de entender la mutación que está experimentando la inflación y sus implicaciones potenciales a medio plazo sobre el crecimiento, los tipos de interés de equilibrio, etc.

A corto plazo, las incipientes señales de bajadas de los costes de transporte (contenedores, etc.) y de recuperación de las existencias pueden estar anticipando una paulatina limpieza de los cuellos de botella y, por tanto, mejoras en las primeras etapas del proceso de formación de precios, precisamente donde empezaron a originarse los problemas hace dos años. Además, los futuros de los precios del gas para el año 2023 se han reducido en un 25% en las últimas semanas y reflejan los avances en las respuestas de política energética en Europa y los elevados niveles alcanzados por las existencias de gas (95% de la capacidad de almacenamiento).

Es decir, no deberíamos estar muy lejos del punto de giro en el comportamiento de la inflación general en los países industrializados, pues a la mejora de las restricciones en el lado de la oferta se unirá el intenso enfriamiento de la actividad que se anticipa para los próximos seis meses. El gran enigma será el ritmo al que retornarán los precios a los objetivos de los bancos centrales. Las expectativas de inflación descontadas por los mercados financieros anticiparían que la inflación puede situarse por debajo del 5% a partir del verano que viene en Europa y EE. UU., pero según estas lecturas habrá que esperar casi otros dos años para verla aproximarse al 2%. Por tanto, la primera parte del camino hacia el objetivo podría recorrerse en el próximo semestre, pero a partir de ahí aumentará la pendiente del trayecto, teniendo en cuenta factores de carácter estructural como la desglobalización, el riesgo geopolítico o la transición energética. Todo ello puede poner a prueba la tolerancia de las autoridades monetarias a desviaciones de 1 o 2 p. p. respecto al objetivo, sobre todo, si el precio a pagar en términos de empleo o riesgos para la estabilidad financiera es elevado. Incluso podría llegarse a reabrir el debate sobre la idoneidad de unas metas diseñadas en un contexto económico bien diferente al actual.

De momento, después de las dudas de 2021, los tipos de interés mundiales han subido en 3 p. p. en 2022, lo que los sitúa en la mayoría de los casos en zona restrictiva. La incógnita todavía a estas alturas del año es qué efectos tendrá este súbito endurecimiento monetario en la actividad y el empleo a corto plazo, teniendo en cuenta que también pueden estar cambiando los retardos en la transmisión de la política monetaria a las variables reales. Es por ello por lo que, a partir de ahora, cabe esperar una moderación en la intensidad de las subidas de los tipos de interés que deberá combinarse de forma adecuada con los programas de reducción del balance, en un entorno de elevado nerviosismo en los mercados financieros. Pero lo más importante será terminar de entender qué hay detrás de las dinámicas de la inflación, monitorizar la senda de normalización hacia objetivos e intentar anticipar si después de la tormenta asistiremos a un cambio de régimen en el comportamiento de los precios. Más que nada, para evitar sobrerreacciones innecesarias y dolorosas.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	4,75	3,50
Líbor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,75	4,75	3,50
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	4,90	4,50	3,50
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,20	4,00	3,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,57	0,93	1,45	3,80	3,50	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,50	3,00	2,50
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,92	2,47	2,17
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	2,03	2,53	2,23
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,14	2,59	2,29
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,35	2,66	2,40
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	–0,50	–0,50	2,56	2,73	2,51
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	–0,73	–0,69	1,75	2,25	2,25
Deuda pública 10 años	4,31	1,54	–0,57	–0,31	2,00	2,70	2,70
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,23	2,77	2,80
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,47	3,04	3,05
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,30	3,80	3,70
Prima de riesgo	11	164	62	73	130	110	100
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	–0,61	–0,64	2,41	3,02	3,08
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,70	3,28	3,30
Deuda pública 10 años	4,49	4,68	0,02	0,34	3,35	3,85	3,75
Prima de riesgo	19	314	60	65	135	115	105
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,00	1,05	1,10
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	95,0	94,0	83,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	95,0	89,5	75,5

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	–3,0	6,0	3,1	2,7	3,3
Países desarrollados	*2,6*	*1,4*	*–4,4*	*5,2*	*2,4*	*1,0*	*1,6*
Estados Unidos	2,7	1,7	–2,8	6,0	1,6	1,1	1,7
Eurozona	2,2	0,8	–6,2	5,3	3,1	0,2	1,6
Alemania	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,6	–0,2	1,2
Francia	2,2	1,0	–7,9	6,8	2,5	0,6	1,5
Italia	1,5	–0,3	–9,1	6,6	3,4	–0,2	1,1
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,3	0,6	2,3
España	3,7	0,6	–11,3	5,5	4,5	1,0	1,9
Japón	1,4	0,4	–4,6	1,7	1,5	1,7	1,2
Reino Unido	2,6	1,3	–9,3	7,4	3,5	–1,3	–0,4
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*4,9*	*–1,9*	*6,6*	*3,5*	*4,0*	*4,5*
China	10,6	8,0	2,2	8,1	3,0	5,2	5,0
India	7,2	6,8	–6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	–3,9	4,6	1,8	0,9	1,8
México	2,4	1,9	–8,1	4,8	1,9	1,4	2,5
Rusia	7,2	1,3	–2,7	4,8	–8,1	–3,2	3,0
Turquía	5,5	4,5	1,9	11,4	3,1	3,0	3,2
Polonia	4,2	3,6	–2,1	6,0	5,6	2,6	3,4
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,1*	*4,0*	*2,0*
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	3,4	2,0
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,1	5,1	2,1
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,2	5,2	2,2
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,1	2,0
Italia	2,4	1,4	–0,1	1,9	7,7	4,8	2,0
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
España	3,2	1,3	–0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Japón	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,2	1,9	1,0
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	8,9	5,5	2,3
Países emergentes	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,9*	*9,7*	*7,4*	*5,6*
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,9	1,6
India	4,5	7,3	6,6	5,1	6,6	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	10,5	5,1	4,0
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,2	4,7	3,8
Rusia	14,2	7,9	3,4	6,7	14,7	7,5	6,8
Turquía	22,6	9,6	12,3	19,6	69,3	36,4	29,0
Polonia	3,5	2,0	3,7	5,2	11,2	7,0	3,7

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	0,0	–12,4	6,1	–0,1	–0,7	2,5
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,5	2,9	–1,3	1,0	0,7
Formación bruta de capital fijo	5,6	–1,4	–9,7	0,9	5,1	1,8	2,0
Bienes de equipo	4,9	0,1	–13,3	6,3	5,0	–1,3	3,0
Construcción	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,9	3,9	1,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–0,2	–8,6	4,3	0,7	0,2	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	–19,9	14,4	18,5	2,6	1,9
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,0	0,7	2,0
Producto interior bruto	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**4,5**	**1,0**	**1,9**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,2	0,5	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,8	13,1	12,8
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	–0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,5	3,2	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,5	1,3	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	2,3	2,5
Saldo público (% PIB) [1]	0,3	–6,5	–10,3	–6,9	–4,5	–4,3	–3,6

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,5	–6,9	4,7	5,0	0,5	2,0
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,0	–0,2	–0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	1,7	3,8	8,4
Bienes de equipo	3,2	2,6	–5,4	13,9	–	–	–
Construcción	–1,5	–2,6	1,0	5,5	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	–5,3	5,8	4,0	0,9	2,9
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	–18,8	13,5	16,5	4,3	6,6
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	–11,8	13,3	10,1	5,0	7,8
Producto interior bruto	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,3**	**0,6**	**2,3**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,5	–1,9	2,8	1,6	–0,3	0,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	5,9	6,4	6,1
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–1,1	–2,7	–2,3	–1,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	0,7	2,1	2,1	2,3
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–1,5	–1,3	–0,7

Previsiones

Semanas de idas y vueltas en los mercados financieros

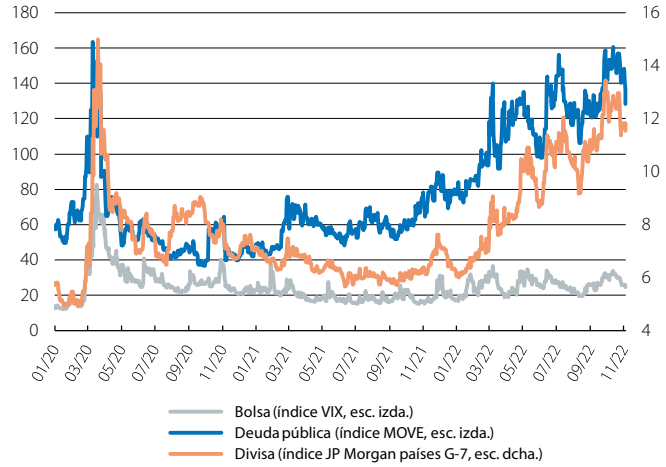
Octubre: primera mitad de vuelta, segunda mitad de ida. El inicio del 4T ha mantenido la tónica de volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros, si bien bajo un patrón de «menos a más» a lo largo de octubre. Así, las primeras semanas del mes estuvieron caracterizadas por un nuevo tensionamiento en las condiciones financieras, de mano de las señales de persistencia en las presiones inflacionistas, la escalada en las tensiones geopolíticas y la tormenta desatada tras el anuncio de un plan de estímulo fiscal en el Reino Unido. Las sesiones posteriores vieron una notable mejora en el sentimiento del inversor, lo que permitió que los principales activos de riesgo cerraran octubre en números verdes. Entre otros factores, el optimismo de la segunda parte del mes estuvo explicado por la posibilidad de que, con el marcado enfriamiento en los datos económicos, los bancos centrales decidieran, en los próximos meses, aminorar el ritmo de subidas en los tipos oficiales. Una idea que, no obstante, perdió fuelle tras la reunión de la Reserva Federal en EE. UU. a inicios de noviembre.

Reino Unido, en el epicentro de la tormenta. La resolución de la crisis política en el Reino Unido también fue un factor que incentivó el mayor apetito por el riesgo en la segunda mitad de octubre. Los mercados financieros recibieron de forma positiva la elección de Rishi Sunak como primer ministro y, en concreto, su decisión de mantener a Jeremy Hunt como responsable de Economía. Las expectativas de que el nuevo Gobierno se mantenga en la senda de rectitud fiscal, tras la marcha atrás de las medidas anunciadas por la ya destituida Liz Truss, permitió que se recuperaran la mayoría de las pérdidas en la libra esterlina o en los bonos británicos. En nuestra opinión, este episodio de estrés financiero en el Reino Unido es un aviso a navegantes de que, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria, la capacidad de maniobra de la política fiscal estará otra vez muy influenciada por el escrutinio de los mercados financieros (véase el Focus «Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes» en este mismo informe).

El BCE mantiene el ritmo de subidas y pondera la estrategia de reducción de su balance, que, según la presidenta Christine Lagarde, se debatirá en la próxima reunión de diciembre. De este modo, el tipo oficial en la facilidad de depósito se incrementó en octubre en 75 p. b. hasta el 1,50%. Lagarde confirmó que los próximos ajustes se decidirán de reunión en reunión y en función de los datos económicos. Por otra parte, el BCE decidió modificar las condiciones aplicadas a los TLTRO a partir de noviembre. En líneas generales, el tono *dovish* de la última reunión se transmitió en una revisión a la baja en los implícitos de los mercados monetarios y en un descenso en la rentabilidad de la deuda soberana, movimientos que, sin embargo, se vieron parcialmente revertidos a inicios de noviembre. En Italia, la prima de riesgo se ha reducido hasta en torno a los 210 p. b. (el 4 de noviembre), tras la conformación del nuevo Gobierno de Giorgia Meloni, quien confirmó su intención de no desviarse del programa de reformas pactado con Bruselas. Otro factor

Volatilidad implícita en los mercados financieros

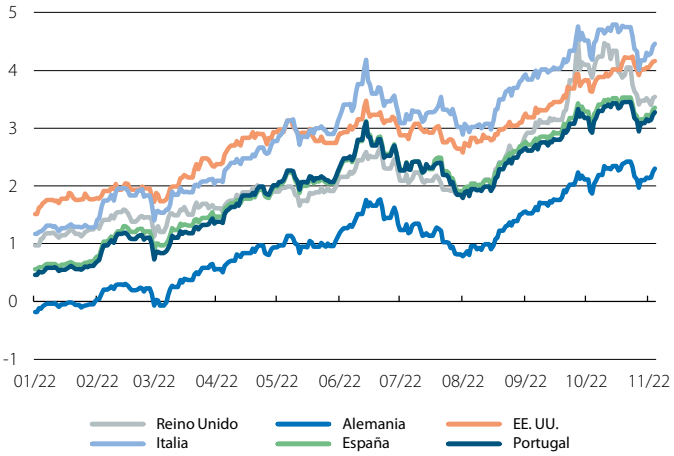
Índice *Índice*



Nota: *Datos a 4 de noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rentabilidad de la deuda soberana a 10 años

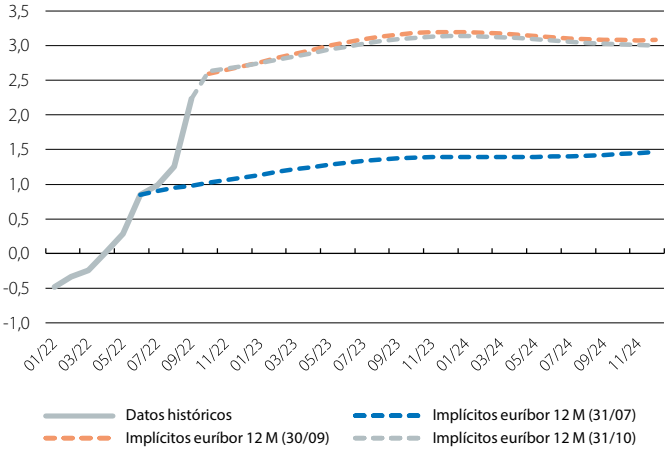
(%)



Nota: *Datos a 4 de noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Euríbor 12 meses, datos históricos y tipos implícitos en los mercados monetarios

(%)



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

positivo para la deuda periférica fue el anuncio de que el Gobierno alemán estaría a favor de un nuevo fondo de préstamos financiado con deuda comunitaria.

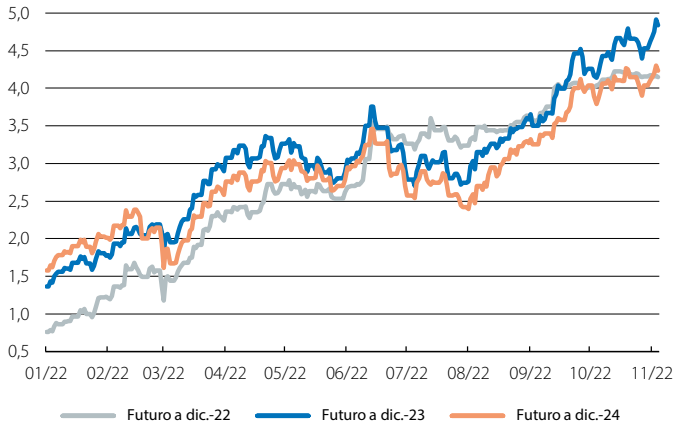
La Fed también subió los tipos en 75 p. b., aunque vislumbra un menor ritmo de ajuste. Así, en su reunión de inicios de noviembre, decidió mantener el ritmo de subidas para situar el tipo de interés oficial en el intervalo 3,75%-4,00%. En su comunicado oficial, el presidente Jerome Powell enfatizó que el banco central podría disminuir la velocidad de los ajustes tan pronto como diciembre, si bien también dejó claro que es muy prematuro pensar en una pausa en las subidas y que muy probablemente deberán llevar los tipos de interés a un nivel más elevado que el comentado en la reunión de septiembre (4,50%-4,75%, según el *dot plot*). Ya otros bancos centrales en algunos países avanzados habían anunciado subidas más reducidas de tipos, tanto en Canadá (50 p. b. hasta el 3,75%) como en Noruega (25 p. b. hasta el 2,50%) o en Australia (25 p. b. hasta el 2,85%). Entre tanto, el banco de Japón reiteró su intención de mantener el sesgo ultraacomodaticio en su política monetaria, lo que acentuó la tendencia de debilidad del yen frente al dólar.

Repunte (temporal) del euro y la renta variable, excepto en China. El mayor apetito por el riesgo en la segunda mitad de octubre se reflejó en un debilitamiento del dólar estadounidense, que en su cruce con el euro cerró el mes de octubre cercano a la paridad. Dicho comportamiento, no obstante, se vio revertido a inicios de noviembre tras la reunión de la Fed. Por su parte, los índices bursátiles acortaron las caídas registradas en lo que va de año. Además de los factores ya mencionados, estos activos encontraron respaldo en la temporada de resultados empresariales que, salvo algunos sectores (como el tecnológico), no se alejaron mucho del consenso de los analistas. La excepción fue China: los índices de referencia de la bolsa en Shanghái y en Hong Kong registraron pérdidas notables en octubre tras el endurecimiento del discurso autoritario durante el XX Congreso Nacional del Partido Comunista chino y el deterioro de la situación sanitaria.

La burbuja del gas se desinfla, aunque con altibajos. La climatología favorable en el hemisferio norte, el auge de los inventarios de gas natural en Europa (hasta el 95% del total de reservas), así como el aumento de la oferta de gas natural licuado de EE. UU. favorecieron el descenso de los precios del gas natural europeo (el TTF holandés) a los niveles más bajos en cuatro meses a finales de octubre, una tendencia que, sin embargo, se revertió moderadamente a inicios de noviembre. En este sentido, también contribuyeron a la corrección la aplicación de medidas de ahorro del consumo en la mayoría de los países de la UE y el avance en las negociaciones para establecer un tope al precio del gas. Por el contrario, el precio del barril de Brent, a pesar de seguir mostrándose muy volátil, concluyó octubre con ganancias cercanas al 10%. Además de la relajación del tipo de cambio del dólar, la posible flexibilización de la política de COVID cero en China mejoró las perspectivas sobre la demanda futura de crudo, en un contexto de recortes de la producción por parte de los países productores y en la antesala de la entrada en vigor del embargo del crudo ruso por parte de la UE, a partir de diciembre.

Futuros del tipo de interés de referencia de la Reserva Federal

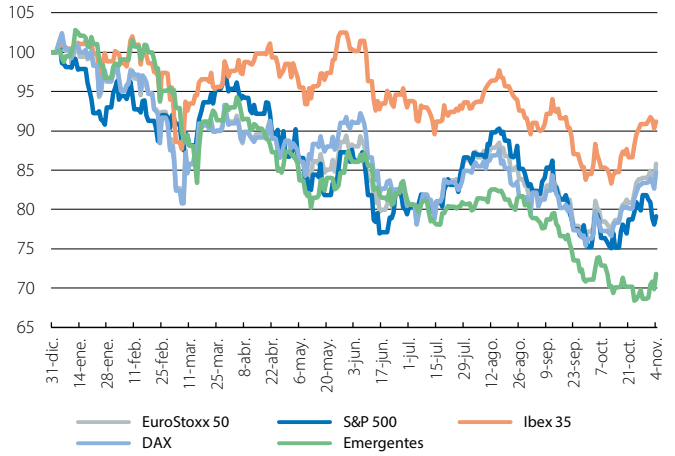
(%)



Nota: *Datos a 4 de noviembre..*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Principales índices bursátiles

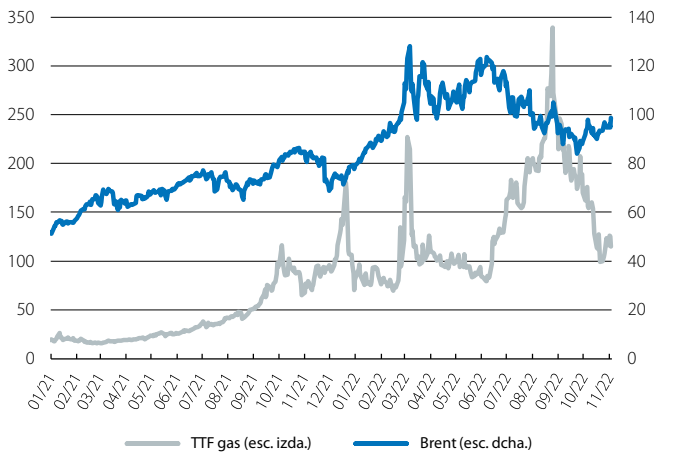
(100 = 31 diciembre 2021)



Nota: *Datos a 4 de noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Precios del gas y del petróleo

(Euros por MWh) *(Dólares por barril)*



Nota: *Datos a 4 de noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes

Una consecuencia inevitable del proceso de normalización y endurecimiento de la política monetaria es que, tras años de dosificación y anestesia por la batería de estímulos de los bancos centrales, los mercados recobran parte de su poder de escrutar y, por lo tanto, de disciplinar el diseño y la ejecución de la política económica, tanto en el ámbito monetario como, sobre todo, en la esfera fiscal.

No es de extrañar que, en un contexto de elevada volatilidad y poca visibilidad sobre el escenario económico, cualquier anuncio que ponga en duda la sostenibilidad de las finanzas públicas o aumente la probabilidad de impago sea penalizado por los «vigilantes de los mercados» con fuertes pérdidas en los activos de referencia involucrados, un riesgo que, en el extremo, puede amenazar la estabilidad del sistema financiero.

Por tanto, nos encontramos en un momento de extrema fragilidad, donde más que nunca parece fundamental evitar una descoordinación entre la política fiscal y la política monetaria y así minimizar el riesgo de episodios de pánico financiero. Que el incidente más reciente de este tipo haya ocurrido en el Reino Unido, un país con mercados profundamente líquidos y cuya moneda sirve aún de referencia internacional es, indudablemente, un aviso a navegantes de que la marea está alta y el cielo encapotado.

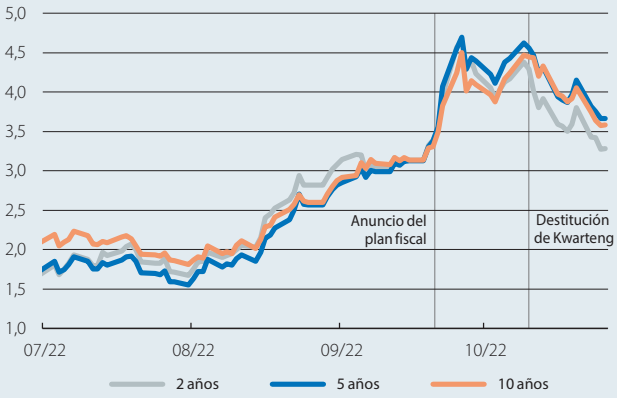
Reino Unido y su efímero estímulo fiscal

El plan de arranque de la (ya destituida) primera ministra Liz Truss pretendía hacer frente a la crisis provocada por el encarecimiento de los costes energéticos aprobando la mayor rebaja fiscal de su historia: 146.000 millones de libras hasta 2027. Esta cifra se alcanzaría, principalmente, con la cancelación de la subida ya anunciada del impuesto de sociedades hasta el 25% (actualmente en el 19%, muy por debajo del 23,5% de media de la OCDE) y con una disminución del tipo aplicado en algunos tramos del impuesto sobre la renta. Asimismo, se proponía anular el incremento en las cotizaciones a la Seguridad Social adoptado por el Ejecutivo de Boris Johnson. Por otra parte, el Plan contemplaba medidas específicas adicionales para atenuar el impacto de la subida de la factura energética: el *Energy Bill Relief*, hasta marzo de 2023, y el *Energy Price Guarantee*, hasta 2024.[1]

Con todo, la estrategia fiscal pretendía elevar el crecimiento tendencial de la economía británica hasta el 2,5%, desde el 1,5% registrado en los últimos años. Su talón de Aquiles, no obstante, era que no detallaba medidas compensatorias para contrarrestar el posible deterioro de las métricas fiscales. De hecho, el Instituto de Estudios Fiscales británico advirtió del hecho de que la ratio de deuda sobre el PIB aumentaría de forma preocupante y que incluso podría superar el 94% del PIB en 2027, desde el 84% de 2021.[2] Además, las medidas específicas para hacer frente a la subida de los precios de la energía elevarían el déficit público por encima del 9,0% del PIB en el año fiscal 2022-2023 (frente al 4,0% estimado por la Oficina de Presupuestos británica en abril).

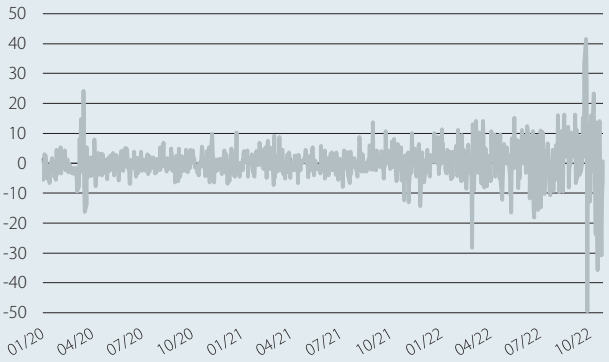
Las dudas acerca del compromiso del Ejecutivo de Truss con la estabilidad de las finanzas públicas y los temores de que la inflación se disparara propiciaron una reacción muy adversa y contundente de los mercados financieros: la libra esterlina marcó mínimos de cotización con el dólar desde la década de 1980, al tiempo que los títulos de deuda registraban caídas en precio tan abultadas que se llegó

Reino Unido: tipos de interés de la deuda pública
(%)



Nota: *Datos a 27 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Reino Unido: variación interdiaria en la rentabilidad del bono soberano
(p. b.)



Notas: *Rentabilidad en bono con vencimiento a 10 años. Datos a 27 de octubre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

1. La factura de energía de las familias se limita a 2.500 libras al año hasta 2024, lo que podría tener un coste en torno a 100.000 millones durante los dos próximos años.

2. Véase (2022). «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path». The Institute for Fiscal Studies, septiembre.

a temer por la estabilidad de los fondos privados de pensiones, que se vieron forzados a cubrir márgenes para respaldar su cartera de activos (véase el primer y segundo gráfico). En este contexto, el Banco de Inglaterra se vio obligado a intervenir con un programa de compras de deuda pública sin límite de importe, pero que finalizaba el 14 de octubre, lo que no disipó los temores acerca de la estabilidad de los mercados de deuda a medio plazo.

La insoportable presión de los mercados, sumada a las críticas al plan de organismos como el FMI, obligó a cambiar de rumbo: Kwasi Kwarteng, el ministro de Economía responsable del Plan fue destituido a mediados de octubre y su sustituto, Jeremy Hunt, presentó una propuesta que echaba para atrás rebajas impositivas por valor de 113.000 millones de libras, de los 146.000 millones inicialmente anunciados.

Este cambio de sentido contribuyó a calmar los mercados y permitió que el banco central retomase su estrategia de normalización de la política monetaria. Sin embargo, el daño reputacional ya estaba hecho y la propia Liz Truss se vio obligada a dimitir, lo que la convierte en el jefe de Gobierno con el mandato más breve de la historia británica. El recién electo como su sustituto, Rishi Sunak, decidió mantener a Jeremy Hunt como responsable de Economía y avaló la estrategia de mayor rectitud fiscal, si bien aún quedan dudas sobre el tamaño del hueco fiscal ante el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento en los costes de financiación.

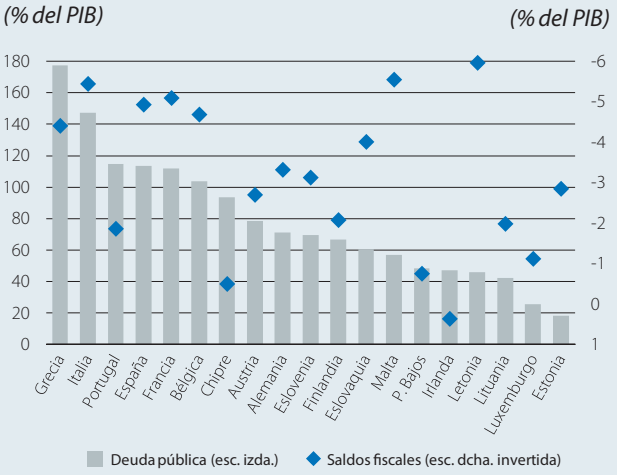
Europa, el eslabón más débil entre los avanzados

Dejando de lado los mercados emergentes, en las economías avanzadas los riesgos de torbellinos financieros a la «británica» tienden a ser más elevados en aquellos países con una mayor necesidad de financiamiento externo (reflejado en saldos deficitarios en la cuenta corriente), una posición fiscal menos sólida (véase el tercer gráfico) y con perspectivas menos favorables de crecimiento económico.

Entre estos, destaca la vulnerabilidad de algunos países europeos, que enfrentan la crisis energética con un marcado repunte de la inflación, unas cuentas públicas muy deterioradas tras la pandemia y unas perspectivas económicas especialmente débiles dentro del marco de enfriamiento económico global.

Los Gobiernos están implementando desde octubre del año pasado diferentes medidas para proteger a las familias y empresas que, hasta la fecha, estimamos que representan casi un 5,0% del PIB de media de la eurozona, aunque con importantes divergencias por países. Sin embargo, el deterioro de la situación desde verano está presionando para implementar medidas adicionales, lo que, de hacerse de forma indiscriminada, pudiera resultar contraproducente. No resulta descabellado pensar que unas medidas fiscales excesivamente expansivas podrían extender las presiones inflacionistas, lo que probablemente forzaría al BCE a aprobar subidas de tipos más agresivas, acarreando mayores costes de financiación y un enfriamiento más pronunciado en la economía.

Eurozona: deuda pública y saldo fiscal en 2022



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

En ese sentido, y en línea con lo publicado por el FMI en su Monitor Fiscal, las políticas fiscales que se adopten para aliviar la crisis actual han de diseñarse de manera que interfieran lo menos posible con el objetivo de los bancos centrales, a la vez que tengan en cuenta las vulnerabilidades derivadas de las abultadas deudas públicas. Además, deben implementarse medidas consensuadas entre todos los países para evitar que aquellos con un mayor margen de maniobra fiscal puedan adoptar medidas de mayor calado.[3]

Entre los países del euro, Italia se mantiene en el radar de los inversores, al encontrarse en pleno proceso de formación de Gobierno tras la contundente victoria de la coalición de derechas, liderada por la formación de Giorgia Meloni. Y es que el nuevo Ejecutivo hereda una situación económica bastante complicada: Italia es, junto con Alemania, una de las más afectadas por el corte de gas ruso. El país parece abocado a una recesión, tras más de una década con un bajo crecimiento económico.

En ese sentido, la Administración de Meloni se enfrenta al reto de instrumentar medidas que alivien el creciente malestar social, pero que al mismo tiempo aseguren la estabilidad de las cuentas fiscales para lograr que la deuda pública, en el 150% del PIB en 2021, dibuje una senda descendente en los próximos años. También debe mantenerse al día en la agenda de reformas pactada por la UE para seguir recibiendo los fondos comunitarios e, implícitamente, la protección del BCE vía su instrumento antifragmentación TPI, si fuese necesario. *Buona fortuna, Giorgia!*

Antonio Montilla y Rita Sánchez

3. Alemania está trabajando en un plan de emergencia por 200.000 millones de euros (más del 5,0% del PIB) que levanta recelos entre sus socios europeos, ya que, en ausencia de una herramienta fiscal común, el plan aumenta el riesgo de fragmentación en el bloque.

Tipos de interés (%)

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,00	1,25	75	200,0	200,0
Euríbor 3 meses	1,70	1,17	53	227,6	227,7
Euríbor 12 meses	2,63	2,56	7	313,1	311,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,08	1,71	37	271,7	276,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,94	1,76	18	255,6	259,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,14	2,11	3	231,9	231,0
Deuda pública a 10 años (España)	3,23	3,29	–6	266,0	270,4
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,15	3,18	–3	268,3	272,3
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	3,25	3,25	0	300,0	300,0
Líbor 3 meses	4,46	3,75	71	425,1	432,1
Líbor 12 meses	5,45	4,78	67	486,5	509,1
Deuda pública a 1 año	4,60	3,93	67	422,6	444,7
Deuda pública a 2 años	4,48	4,28	20	375,0	401,7
Deuda pública a 10 años	4,05	3,83	22	253,8	244,4

Spreads *de deuda corporativa (p. b.)*

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	114	135	–22	65,7	63,1
Itraxx Financiero Sénior	123	148	–25	68,4	65,8
Itraxx Financiero Subordinado	220	272	–51	112,1	110,1

Tipos de cambio

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	0,988	0,980	0,8	–13,1	–14,9
EUR/JPY (yenes por euro)	146,970	141,880	3,6	12,3	11,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,878	–1,8	2,5	1,6
USD/JPY (yenes por dólar)	148,710	144,740	2,7	29,2	30,4

Materias primas

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	549,6	559,5	–1,8	–5,0	–3,3
Brent ($/barril)	94,8	88,0	7,8	21,9	15,7
Oro ($/onza)	1.633,6	1.660,6	–1,6	–10,7	–7,7

Renta variable

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.872,0	3.585,6	8,0	–18,8	–16,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.617,5	3.318,2	9,0	–15,8	–16,1
Ibex 35 (España)	7.956,5	7.366,8	8,0	–8,7	–11,9
PSI 20 (Portugal)	5.718,3	5.302,8	7,8	2,7	0,5
Nikkei 225 (Japón)	27.587,5	25.937,2	6,4	–4,2	–6,5
MSCI emergentes	848,2	875,8	–3,2	–31,2	–32,8

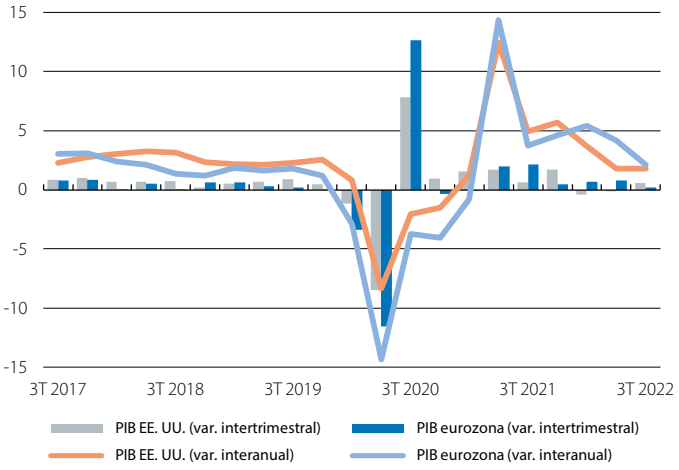
¿Dónde está el ojo del huracán?

La huella de la política monetaria y de la crisis energética empieza a sentirse en las economías avanzadas. El crecimiento del PIB de la eurozona en el 3T 2022 fue mejor de lo esperado, pero la probabilidad de ver retrocesos en los próximos meses es significativa. Así, el PIB creció un 0,2% en términos intertrimestrales (*vs.* 0,8% en el 2T), lo que corresponde a un avance interanual del 2,1%. Las sorpresas más positivas llegaron desde la economía alemana, que logró evitar una contracción, con un avance del 0,3% intertrimestral, y de Italia, que registró en este trimestre un crecimiento del 0,5% intertrimestral. Esta resistencia de algunas de las mayores economías de la eurozona se puede explicar por la buena campaña de verano para el sector de servicios. Sin embargo, a pesar de que todavía no se dispone del detalle por componentes, la evolución de los principales indicadores de actividad apunta a un patrón de «más a menos» a lo largo del trimestre. En EE. UU., el PIB creció un 1,8% interanual, con un avance del 0,6% respecto al trimestre anterior, tras encadenar dos caídas en el 1T y el 2T (–0,4% y –0,1% intertrimestral, respectivamente). Aunque el dato también fue positivo, si se analiza por componentes, destacó el enfriamiento del consumo privado y el desplome de la inversión inmobiliaria, dos claras señales de debilitamiento de la demanda interna, en medio del más fuerte ciclo de contracción monetaria por parte de la Fed en más de 40 años, que acumula ya desde marzo un total de subidas en el tipo de interés de 375 p. b. (véase la Coyuntura de Mercados).

La actividad se enfría «significativamente» en otoño, la inflación no tanto. Los primeros indicadores de actividad apuntan a un claro deterioro de la situación económica a partir de septiembre. En la eurozona, donde el BCE acumula ya una subida de los tipos de interés de 200 p. b. desde julio, con dos subidas consecutivas de 75 p. b. en septiembre y octubre, el índice empresarial PMI compuesto mantuvo su tendencia de caída, emplazándose en los 47,3 puntos (*vs.* 48,1 en septiembre), su nivel más bajo en casi dos años, consistente con una pérdida progresiva de dinamismo desde el 2T. En las palabras de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, la actividad económica se está enfriando «significativamente», una contracción que puede intensificarse debido a la pérdida de poder adquisitivo de las familias y al deterioro de la confianza. En EE. UU., el PMI compuesto volvió a caer a los 48,2 puntos en octubre, tras la breve mejora registrada en septiembre (49,5 puntos *vs.* 44,6 en agosto). Aunque en el caso americano los índices ISM todavía se emplazaron en territorio expansivo (por encima de los 50 puntos), lo cierto es que también se han ido deteriorando. Mientras, la inflación sigue sin dar señales de enfriamiento. En la eurozona, volvió a repuntar, hasta el 10,7% en octubre (*vs.* 9,9% en septiembre), empujada por las subidas de precios en la alimentación, la energía y los bienes industriales. El dato de inflación de septiembre también sorprendió al alza en EE. UU., con un fuerte avance intermensual del componente subyacente, que se emplazó en el 6,6% interanual (8,2% la general). En conjunto, con la fortaleza todavía demostrada por el mercado laboral a ambos lados del Atlántico y la inercia de algunos de estos componentes de precios, estos datos pueden pronosticar un periodo más largo de precios altos y condiciones monetarias restrictivas.

EE. UU. y eurozona: PIB

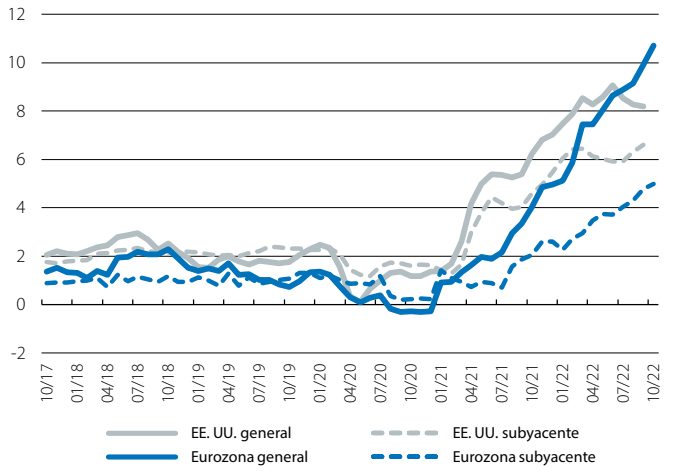
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis y de Eurostat.*

EE. UU. y eurozona: IPC

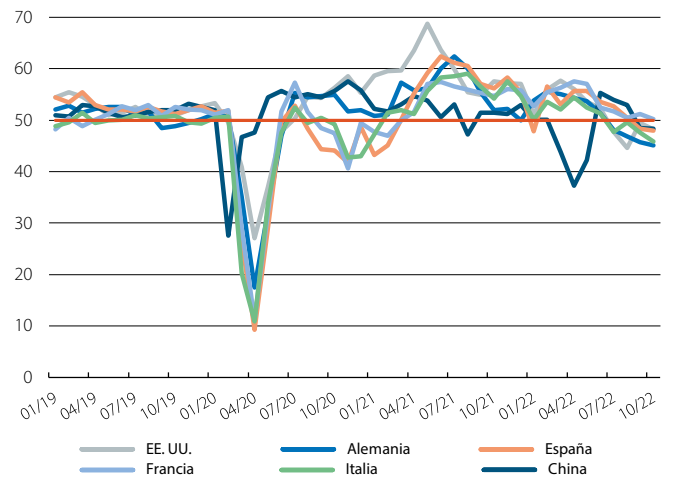
Variación interanual (%)



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

Global: PMI compuestos

Nivel



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

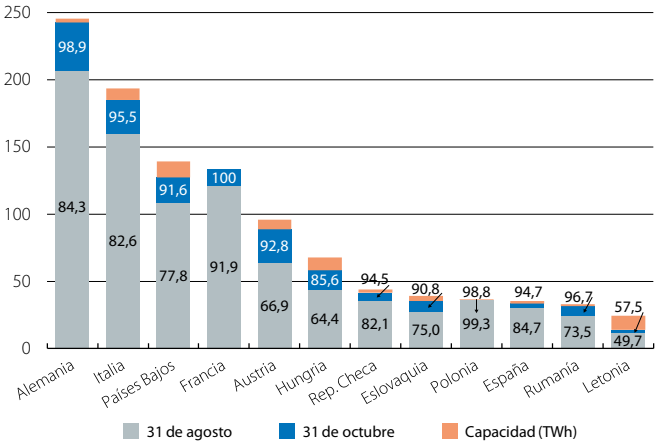
El mercado energético europeo permanece calmado mientras la meteorología y las reservas lo permiten. El precio promedio de los futuros del gas para 2023 cayó un 18% en el mes de octubre (155 €/MWh frente a 189 €/MWh en septiembre) en el TTF holandés, el mercado que funciona como principal referencia para el mercado europeo. A pesar de situarse en un nivel siete veces superior al promedio histórico, el descenso de precios se ha debido principalmente al elevado nivel de reservas, del 95% a finales de octubre, frente a un 80% a finales de agosto. En este contexto, en las últimas semanas se han acumulado noticias de buques metaneros en espera para descargar gas natural licuado en los principales puertos europeos. Esta situación de distensión de precios y de exceso de oferta puede, sin embargo, ser temporal. Dos variables clave a seguir son el ahorro de consumo logrado por los países de la UE y el nivel de reservas. Sin final a la vista en la guerra en Ucrania, en los próximos meses se estará jugando también el invierno 2023-2024.

Riesgos macrofinancieros, políticas fiscales y mercado inmobiliario. En un periodo de enfriamiento de la economía global y de políticas monetarias restrictivas más largo e intenso de lo esperado, será particularmente relevante seguir los planes fiscales nacionales y el mercado inmobiliario. En la eurozona, los precios inmobiliarios han repuntado un 20% con respecto al nivel prepandemia (4T 2019), con avances cercanos o superiores al 30% en muchos países. En EE. UU., el repunte ha sido cercano al 40% (véase el Focus «EE. UU.: ¿desaceleración controlada o aterrizaje forzoso del mercado inmobiliario?» en este mismo informe), mientras que China sigue enfrentándose a una severa crisis inmobiliaria y está entre las economías del G20 donde los precios del inmobiliario menos han crecido en el periodo. Otra fuente de riesgos macrofinancieros será la política fiscal, tanto en economías emergentes como avanzadas. Como la reciente turbulencia en los mercados y la crisis política en el Reino Unido han demostrado, habrá tolerancia cero para planes fiscales «menos frescos que una lechuga» (véase el Focus «Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes» en este mismo informe). Las cuentas de países con Gobiernos recién elegidos estarán bajo un intenso escrutinio: a la atención de la presidenta Giorgia Meloni y del presidente Lula da Silva.

En China, ¿la prosperidad a corto plazo se extenderá al largo plazo? El PIB chino sorprendió al alza en el 3T 2022 y creció un 3,9% con respecto al 2T (3,9% también en términos interanuales), más que recuperándose del desplome del 2T. Pero la fuerza de la recuperación parece haber ido a menos en otoño. Los datos ya disponibles para octubre señalan un fuerte deterioro del sector servicios, tras el repunte de casos y los nuevos confinamientos en el país, así como una ralentización de las exportaciones. La debilidad de la economía china podría intensificarse en los próximos meses, como consecuencia de las paradas y arranques intermitentes impuestos por la política COVID cero y el enfriamiento de la demanda global. A medio plazo, los mensajes principales del XX Congreso del Partido Comunista de China han sido claros: la seguridad y la autosuficiencia serán prioridades indiscutibles. Quedará por ver cómo se traducirán las nuevas claves políticas en el desarrollo del mercado interno y de la política externa.

Europa: reservas de gas

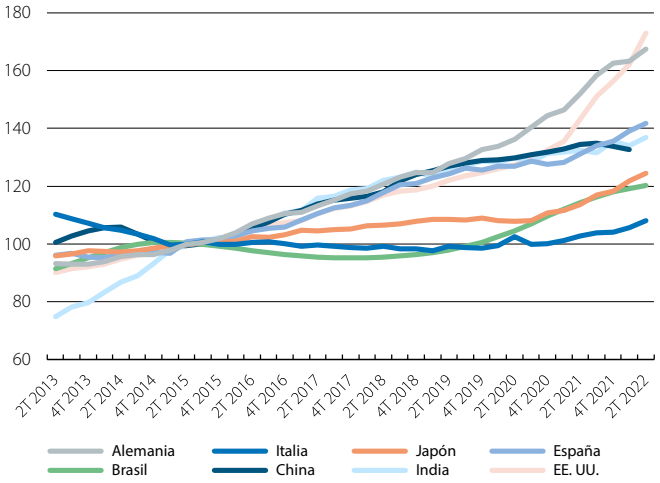
Nivel de almacenamiento (TWh y % de la capacidad total)



Nota: *Reservas de gas a 31 de octubre. En el gráfico se añaden los porcentajes a los que corresponden los niveles de almacenamiento en cada momento con respecto a la capacidad total de cada país.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Gas Infrastructure Europe.*

Global: precios de la vivienda

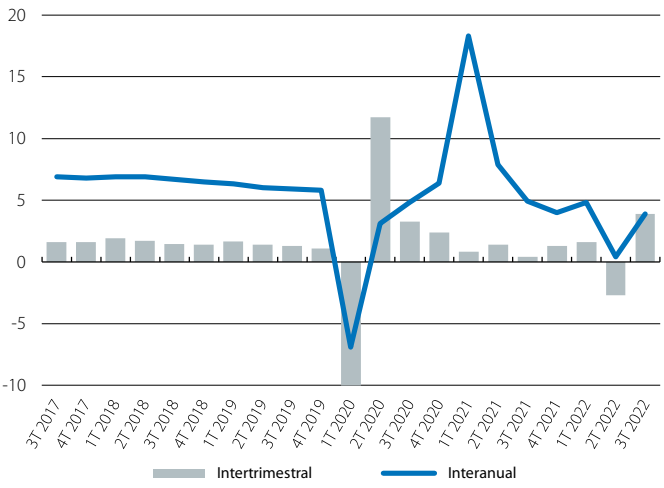
Índice (100 = 2015)



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

China: PIB

Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*

EE. UU.: ¿desaceleración controlada o aterrizaje forzoso del mercado inmobiliario?

El giro restrictivo en la política monetaria de la Fed para combatir la inflación parece estar ya afectando negativamente al sector inmobiliario del país. Se trata de un fenómeno que no debería sorprendernos. Al fin y al cabo, la intención de la Fed es precisamente la de controlar la inflación mediante un enfriamiento de la demanda. Y esto último se consigue, en buena parte, gracias al canal inmobiliario: mayores tipos provocan una reducción en la demanda de vivienda, lo que se traduce en menos actividad constructora, lo cual a su vez reduce la demanda de otros bienes y servicios de forma indirecta. La pregunta pertinente aquí es: ¿veremos una desaceleración controlada o hablaremos de aterrizaje forzoso?

Contexto reciente: precios disparados y ralentización a la vista

Desde el inicio de la pandemia hemos observado una escalada en el precio de la vivienda en EE. UU. En concreto, entre febrero de 2020 y agosto de 2022 el incremento superaba el 40%, lo que supone un crecimiento promedio anual del 15% en términos nominales. Se trata de un crecimiento elevadísimo y que se sitúa por encima del ocurrido en los años previos a la crisis financiera global (CFG), en torno al 10% (véase el primer gráfico).[1]

De la mano de la subida de los tipos de interés, no obstante, algunos indicadores del sector ya han empezado a ralentizarse. Es el caso de las compraventas, donde ya en los meses de verano se observaban caídas de dos dígitos en términos interanuales (véase el segundo gráfico). El ritmo de viviendas iniciadas también se ha desacelerado en los últimos meses (con caídas también interanuales). Y es que el tipo de interés de una hipoteca a 30 años a tipo fijo se situaba cerca del 7% a finales de octubre, unos niveles no alcanzados desde mediados de 2006, antes del estallido de la CFG (véase el tercer gráfico).

De forma más general, la inversión residencial real se ha contraído más de un 10% en lo que llevamos de año. Unas presiones bajistas sobre el sector inmobiliario que se mantendrán en los próximos trimestres y que lastrarán la actividad económica, a la vez que deberían ayudar a reducir las presiones inflacionistas.

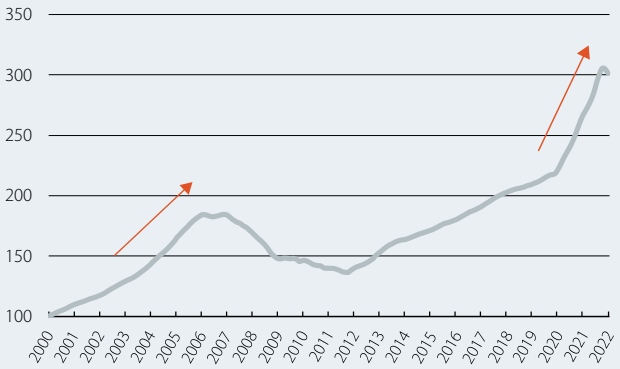
Desequilibrios y matices

El fuerte aumento en los precios de la vivienda en los últimos años se ha traducido en un claro deterioro en nume-

1. Entre enero de 2000 y junio de 2006. Índice de precios Case-Shiller nacional. Resultados parecidos usando el índice Case-Shiller de 20 ciudades. En términos reales (usando el índice de precios de la vivienda elaborado por la Fed de Dallas), el incremento promedio anual en los últimos dos años y medio ha sido cercano al 9%, frente a poco más del 5% antes de la CFG.

EE. UU.: precio de la vivienda *

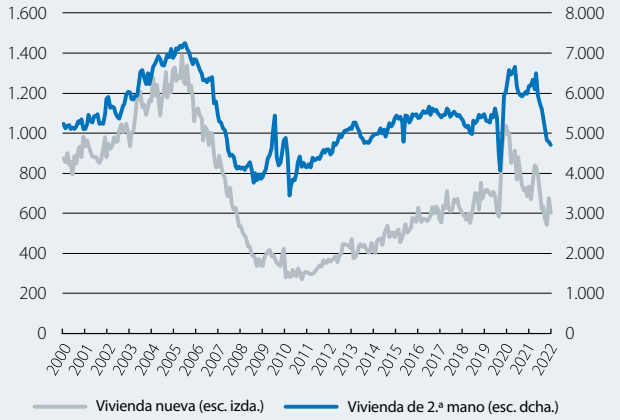
Índice (100 = enero 2000)



Nota: ** Índice Case-Shiller nacional. Es un índice ponderado de ventas repetidas, lo que significa que corrige por la calidad de las viviendas vendidas.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Case-Shiller, vía Refinitiv.*

EE. UU.: compraventas de vivienda

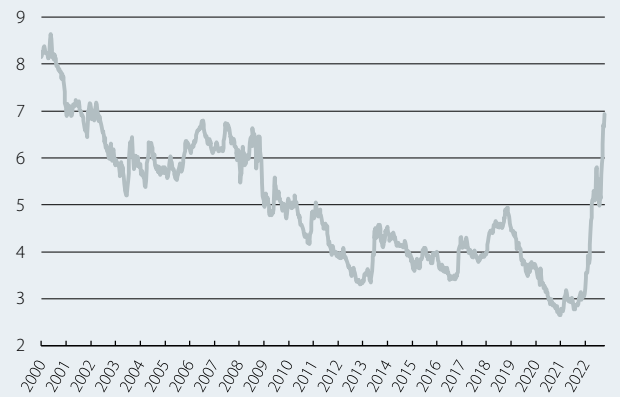
(Miles de viviendas) *(Miles de viviendas)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors.*

EE. UU.: hipoteca tipo fijo a 30 años

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), vía Refinitiv.*

rosos índices de accesibilidad a la vivienda. Si analizamos la evolución de la ratio entre los precios de la vivienda y la renta de los hogares (una medida sencilla y común para capturar la capacidad de compra de una vivienda por parte de las familias) observamos cómo esta ratio no solo es superior al promedio histórico desde enero de 2000, sino que se emplaza en niveles por encima de los alcanzados justo antes de la CFG (véase el cuarto gráfico). En la misma línea, los distintos modelos elaborados por la Fed de Dallas, que miden los posibles desequilibrios de los precios del mercado inmobiliario en varios países, también sitúan al mercado americano en niveles de sobrecalentamiento.[2]

Algunos elementos, no obstante, son claramente distintos a los ocurridos durante la CFG y matizan el riesgo de retroalimentación financiera que se vivió en ese momento. Así, por ejemplo, muchos de los propietarios hipotecados no estarán afectados por la subida de tipos recientes, puesto que la mayoría de los compradores han adquirido su vivienda a tipos fijos, y en los últimos años estos tipos se han situado en niveles muy bajos.[3]

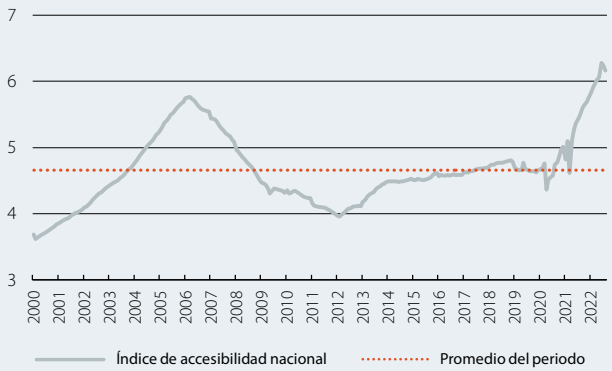
En segundo lugar, las condiciones en la concesión de hipotecas han sido más exigentes que en el pasado, reduciendo con ello estos riesgos financieros. Medidas como el *Mortgage Credit Availability Index*, que captura la evolución de los estándares en la concesión de hipotecas, se sitúa en niveles indicativos de condiciones saneadas en la concesión de hipotecas.[4] Del mismo modo, el *Housing Credit Availability Index*, que computa el porcentaje de viviendas hipotecadas que podrían entrar en mora, se sitúa también en una zona muy baja.

Por último, una posición financiera de las familias más saneadas que en 2007, con una ratio de deuda en torno al 75% del PIB a mediados de 2022, en línea con los niveles de 2001 y lejos de los máximos alcanzados en 2007-2008 (cercanos al 100% del PIB), también añade un matiz importante al desequilibrio que se observa a nivel de precios. Además, el bajo nivel de desempleo, en el 3,5% en septiembre (mínimo de la serie en 50 años y que se había alcanzado justo antes del estallido de la pandemia), es un elemento extra de fortaleza a la situación financiera de las familias.

Siguiendo con el análisis de los distintos desequilibrios que pueden afectar al mercado inmobiliario, hay que mencionar la escasez en la oferta de vivienda en el país. A modo ilustrativo, el número de viviendas unifamiliares disponibles para la venta se sitúa en niveles mínimos de

EE. UU.: índice de accesibilidad nacional

*Precio sobre ingresos **



Nota: ** Basado en los ingresos del hogar mediano y en el precio de la vivienda medido con el Case-Shiller nacional.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del American Community Survey y la National Association of Realtors, vía Refinitiv.*

los últimos 40 años.[5] Se trata de una situación de escasez que va más allá de los retrasos en la construcción ante los problemas recientes de suministros globales, y que, en parte, se debe también a las estrictas políticas de zonificación en EE. UU., que favorecen la construcción de viviendas unifamiliares frente a edificaciones con más inquilinos y que permitirían esta mayor oferta.

Por todo ello, aunque los avances en los precios de la vivienda se frenarán en los próximos trimestres (y posiblemente caigan), este ajuste será menos abultado de lo que podríamos esperar por la rápida y contundente subida de tipos de interés de la Fed.

Clàudia Canals

2. Fed de Dallas, International House Price Database: https://www.dallasfed.org/institute/houseprice.
3. Véase Kish, R. J. (2022). «The Dominance of the US 30-Year Fixed Rate Residential Mortgage». Journal of Real Estate Practice and Education, 24(1), 1-16.
4. Índice elaborado por la Mortgage Banker Association.

5. Según datos de la National Realtor Association: Total inventory single family, que tiene serie histórica desde 1982.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Actividad									
PIB real	–3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,8	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,9	8,2	8,0	7,5	...
Confianza del consumidor *(valor)*	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	103,6	107,8	102,5
Producción industrial	–7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,4	3,9	5,3	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	52,8	50,9	50,2
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.461	1.566	1.439	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	228	267	283	299	314	...	310	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,5	3,7
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,1	60,0
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,2	–3,6	–3,6	–3,9	–4,0	–3,9	–3,9	–3,9	...
Precios									
Inflación general	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,3	8,2	...
Inflación subyacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,6	...

JAPÓN

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Actividad									
PIB real	–4,6	1,7	0,5	0,6	1,6	...	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	32,5	30,8	29,9
Producción industrial	–10,6	5,6	1,1	–0,6	–3,6	4,0	4,2	9,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	–19,8	13,8	18,0	14,0	9,0	8,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,1	–0,3	–0,3	–1,0	–2,0	–4,1	–3,6	–3,9	...
Precios									
Inflación general	0,0	–0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,0	...
Inflación subyacente	0,2	–0,5	–0,7	–0,9	0,8	1,5	1,6	1,8	...

CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Actividad									
PIB real	2,2	8,1	4,0	4,8	0,4	3,9	–	–	–
Ventas al por menor	–2,9	12,4	3,5	1,6	–4,9	3,5	5,4	2,5	...
Producción industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	4,2	6,3	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,4	50,1	49,2
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	524	680	680	728	822	903	887	903	903
Exportaciones	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	7,0	5,6	–0,6
Importaciones	–0,6	30,1	23,7	10,5	1,6	0,9	0,3	0,3	–0,7
Precios									
Inflación general	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,5	2,8	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,4	6,3	6,6	6,9	6,8	7,0	7,2

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	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Ventas al por menor *(variación interanual)*	–0,8	5,5	4,2	5,1	0,7	...	–2,0	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	–7,6	9,0	0,3	–0,2	0,4	...	2,5	...	...
Confianza del consumidor	–14,2	–7,4	–7,5	–13,7	–22,4	–26,9	–25,0	–28,8	–27,6
Sentimiento económico	88,3	110,8	116,0	111,2	104,0	96,5	97,3	93,6	92,5
PMI manufacturas	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	49,6	48,4	46,4
PMI servicios	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	49,8	48,8	48,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	–1,5	1,4	2,4	3,1	2,7	...	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,0	7,7	7,1	6,8	6,7	...	6,7	6,6	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,7	3,6	3,3	3,1	3,0	...	3,0	3,0	...
Francia *(% pobl. activa)*	8,0	7,9	7,5	7,3	7,6	...	7,3	7,1	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,9	...
PIB real *(variación interanual)*	–6,3	5,5	4,8	5,5	4,3	2,1	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	–4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,1	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	–7,9	7,2	5,1	4,7	4,2	1,0	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	–9,1	7,0	6,5	6,4	4,9	2,6	–	–	–

Precios

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

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

Sector exterior

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Saldo corriente	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	...	–0,1	...	...
Alemania	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	...	4,5	...	...
Francia	–1,8	0,4	0,4	0,1	–0,5	...	–1,0	...	...
Italia	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	...	–0,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**93,8**	**94,2**	**92,7**	**92,5**	**90,1**	**88,9**	**88,5**	**89,2**	**90,8**

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

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 economía española pisa el freno, pero sigue dando señales de resiliencia

El crecimiento del PIB prácticamente se estancó en el 3T. El dato avanzado del PIB para el 3T del año marcó una moderación del ritmo de crecimiento de la economía española, apuntando a un entorno macroeconómico cada vez más complejo, tal y como preveíamos. Así, el PIB creció un 0,2% intertrimestral (3,8% interanual), un registro muy inferior al del trimestre anterior (1,5% intertrimestral). Es un dato que refleja, por un lado, el agotamiento del empuje que ofreció el desvanecimiento del impacto de la pandemia y, por el otro, el complejo entorno que atraviesa la economía española. Este entorno viene marcado, en primer lugar, por las elevadas tasas de inflación; en segundo lugar, por un ciclo de subidas de los tipos de interés más agresivo y abrupto de lo esperado hace unos meses; y, en tercer lugar, por el deterioro de la confianza acerca de las perspectivas económicas. De cara a 2023, proyectamos que el ritmo de crecimiento de la economía española se desacelerará y se situará en el 1,0% interanual.

El sector turístico cerró la temporada de verano en muy buena forma. El trimestre de verano se cerró con un nivel de pernoctaciones en alojamientos turísticos apenas un 1,3% por debajo de las del verano de 2019, frente a la brecha del –27,7% del verano de 2021. El turismo internacional continuó mejorando a gran velocidad y alcanzó un nivel de pernoctaciones y de gasto turístico solo un 5,9% y un 3,1% inferior a los del mismo periodo de 2019, respectivamente. El turismo doméstico alcanzó un volumen de pernoctaciones un 6,6% superior al de 2019, aunque, debido al mayor número de viajes al extranjero, se situó un 5,2% por debajo del verano de 2021. Con miras a 2023, esperamos que la actividad turística continúe creciendo y supere el nivel de 2019, apoyada en una mejora de la movilidad aérea en Europa, superando el episodio de saturación aeroportuaria vivido en verano, y en la recuperación del turismo de larga distancia.

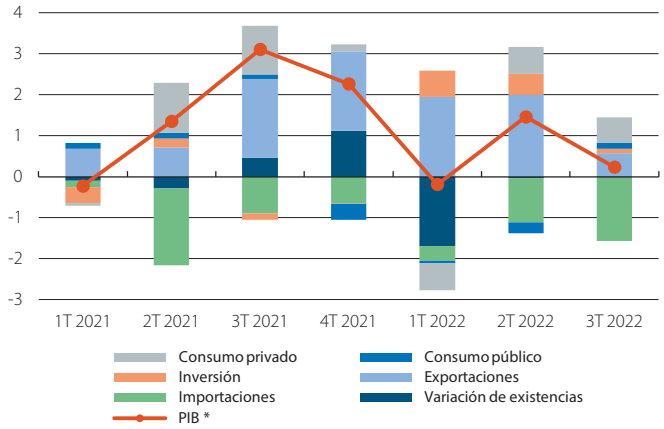
El mercado laboral aguanta mejor de lo esperado, aunque perderá gas en 2023. Los datos de octubre de afiliación a la Seguridad Social evidencian que el mercado laboral se está mostrando resiliente dado el complejo entorno macroeconómico. Así, el número de afiliados creció en 103.499 personas en el mes de octubre, cifra superior a la «habitual» en un mes de octubre (en promedio, la afiliación crece 82.200 en los octubres entre 2014 y 2019). Por su parte, se siguieron notando los efectos de la reforma laboral sobre la evolución de la tasa de temporalidad, que cayó hasta el 15,7% (27,6% en octubre de 2021), nuevo mínimo histórico, gracias en parte a la utilización de contratos fijos discontinuos en detrimento de los contratos temporales. El paro registrado cayó en 27.027 personas durante octubre. Se trata de una cifra muy positiva, puesto que en los meses de octubre el paro registrado acostumbra a crecer (69.000 personas en el promedio de 2014-2019).

En este contexto, esperamos una desaceleración del mercado laboral en 2023, pero que se continúe creando empleo (+0,5% respecto a 2022). En cuanto a la tasa de paro, prevemos una ligera subida de 3 décimas respecto a 2022 hasta el 13,1%.

La inflación da un respiro gracias a la energía, pero se situará en cotas todavía elevadas en 2023. Según el indicador adelan-

España: contribución al crecimiento del PIB por componentes

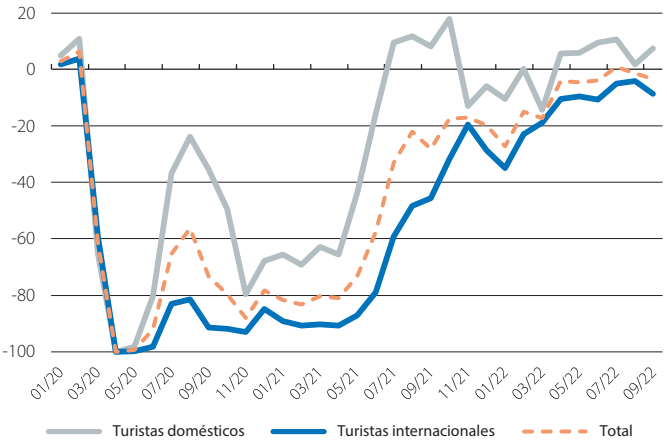
Contribución a la variación intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: ** Variación intertrimestral (%).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE (CNTR).*

España: pernoctaciones turísticas en alojamientos

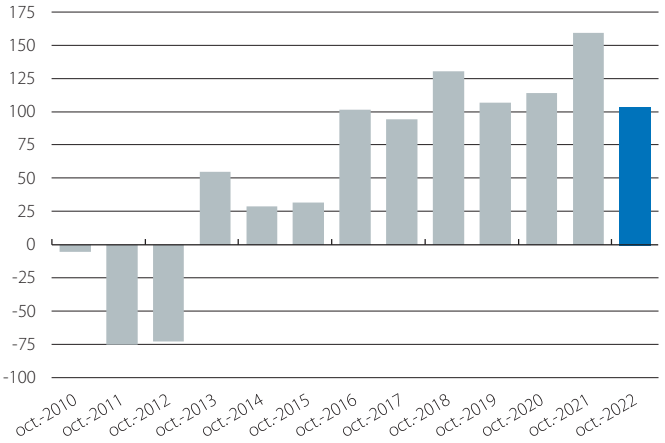
Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



Nota: *Pernoctaciones de turistas en hoteles, establecimientos de turismo rural, apartamentos turísticos y campings.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: afiliados a la Seguridad Social en los meses de octubre

Variación intermensual (miles de personas)



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

tado del IPC, la inflación general cayó con aplomo en el mes de octubre y se situó en el 7,3%, 1,6 p. p. por debajo del registro de septiembre. Por su parte, la inflación subyacente (excluye energía y alimentos no elaborados) se mantuvo estable en el 6,2% (mismo registro que en septiembre). El INE adelantó que el principal motivo de la moderación de la inflación fue la caída de los precios de la electricidad que, según los datos de Red Eléctrica de España, alcanzaron mínimos no vistos desde agosto de 2021. Esta rebaja en los precios de la electricidad ha venido dada por el desplome del precio de referencia del gas ibérico (MIBGAS), que cayó un 46% en el mes de octubre, debido al llenado de las reservas de gas y al bajo consumo por las elevadas temperaturas. Conforme las temperaturas comiencen a caer, esperamos un repunte de los precios de referencia del gas. De cara a 2023, esperamos que la inflación se mantenga elevada, en el 4,5%, debido a la persistencia de la inflación subyacente.

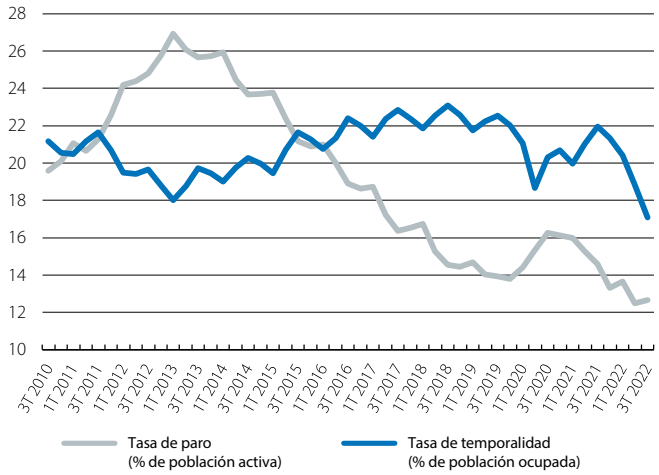
Primeras señales de menor dinamismo en el mercado de la vivienda, que se enfriará en 2023. Las compraventas se mantienen elevadas (640.000 en los últimos 12 meses hasta agosto), pero el crecimiento se moderó hasta el 15% interanual en agosto frente al 23% del 1S. En 2023, prevemos un enfriamiento del mercado de la vivienda, si bien la ausencia de desequilibrios aleja la posibilidad de un fuerte ajuste: esperamos que las compraventas retrocedan algo más de un 10% en 2023 (hasta unas 480.000 viviendas) y una desaceleración de los precios (MITMA) hasta un avance anual del 1,5%, lo que en términos reales supondría un ajuste considerable (–5,6% acumulado en 2022-2023).

Por otra parte, la oferta de vivienda sigue siendo limitada: los visados de obra nueva (108.000 unidades en los últimos 12 meses hasta agosto) son inferiores a la creación neta de hogares (180.000 anual hasta el 2T 2022). Un factor que ha limitado la recuperación de la oferta pospandemia ha sido el fuerte incremento de los costes de construcción. Recientemente, la tendencia alcista de los costes parece haberse frenado (15,1% interanual en agosto, frente al pico del 19,5% en mayo). El descenso de los precios de los metales industriales en los mercados internacionales apunta a unos avances más contenidos de los costes de construcción.

El Gobierno español ha presentado el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2023 y ha enviado a Bruselas su Plan Presupuestario. En términos de déficit público, el Gobierno prevé un déficit del 3,9% del PIB en 2023, lo que representa una reducción de 1,1 p. p. respecto al déficit previsto en 2022. El grueso del ajuste correría a cargo de las comunidades autónomas (déficit de 0,7 p. p. menor en 2023), mientras que la Seguridad Social mantendría un déficit del 0,5% en 2023. Debido a la incertidumbre, en el Plan Presupuestario entregado a la Comisión Europea se complementó el escenario de los PGE 2023 con un segundo escenario, más ajustado a lo visto en los datos de ejecución presupuestaria de este ejercicio, y con hipótesis más plausibles (por ejemplo, extensión de las rebajas fiscales a la electricidad hasta 2023). En este segundo escenario, se estima que los ingresos públicos aumenten 35.000 millones de euros en 2023 (+6,2% interanual), merced al dinamismo de la recaudación tributaria y de las cotizaciones sociales. Por el lado de los gastos, se proyecta un aumento del gasto público de 23.700 millones de euros en 2023, un 3,8% más que en 2022, debido a un incremento importante del gasto estructural (principalmente en pensiones) (véase el Focus «Las cuentas públicas en 2023: aumentan los ingresos y también los gastos» en este mismo informe).

España: tasa de paro y tasa de temporalidad

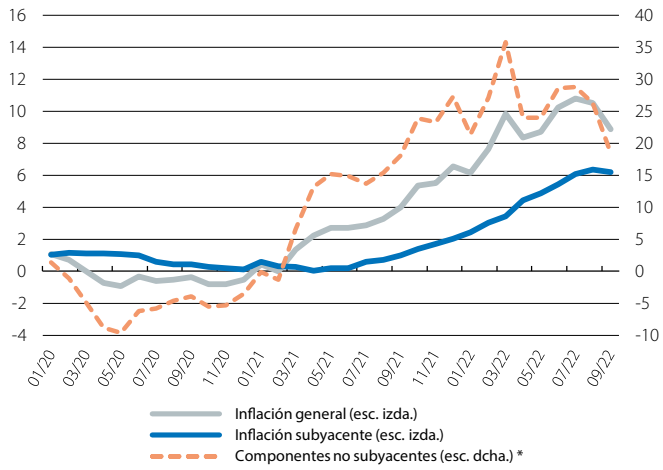
(%)



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

España: IPC

Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



Nota: ** Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: Plan Presupuestario del Gobierno 2023

(% del PIB)

		Escenario 1		Escenario 2	
	2021	2022	2023	2022	2023
Ingresos públicos	**43,7**	**42,1**	**42,3**	**42,9**	**43,0**
Impuestos indirectos (IVA...)	12,2	12,2	12,2	12,6	12,3
Impuestos renta y riqueza	11,9	11,8	12,2	12,2	12,8
Cotizaciones sociales	14,2	13,6	13,7	13,6	13,7
Gasto público	**50,6**	**47,1**	**46,2**	**47,9**	**46,9**
Compensación asalariados	12,2	11,6	11,4	11,8	11,4
Transferencias sociales	21,8	20,6	20,8	20,7	21,1
Intereses	2,2	2,2	2,4	2,2	2,4
Subvenciones	1,5	1,8	1,2	2,2	1,4
Saldo público	**–6,9**	**–5,0**	**–3,9**	**–5,0**	**–3,9**

Notas: *Proyecciones que incorporan el impacto macroeconómico del plan NGEU, aunque las transferencias NGEU están excluidas de los ingresos y los gastos. El escenario 2 parte de previsiones más elevadas de recaudación en 2022 (+10.800 millones de euros que en el escenario 1) en línea con la ejecución presupuestaria hasta agosto. También incluye medidas tributarias que se tramitan fuera de los PGE 2023 y asume que las rebajas fiscales a la electricidad se prorrogan en 2023.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.*

Economía en tiempo real: el nuevo portal de CaixaBank Research

Si bien hace ya unos años que los economistas han ido incorporando los datos masivos (*big data*) a sus análisis, la pandemia de la COVID-19 ha supuesto una verdadera revolución de la economía en tiempo real. Disponer de información al momento era imprescindible para gestionar la crisis y poder tomar decisiones rápidamente. Por ejemplo, gracias a los datos de Google Mobility Report (https://www.google.com/covid19/mobility/) se pudo medir el impacto de la COVID-19 en la movilidad de las personas tras las restricciones sanitarias y gracias a los datos de Opportunity Insights (https://www.tracktherecovery.org/), el impacto económico de la pandemia en EE. UU. En CaixaBank Research, junto con investigadores de la Universitat Pompeu Fabra y el Institute of Political Economy and Governance (IPEG), desarrollamos un monitor pionero en medir en tiempo real la desigualdad y el papel del estado del bienestar en España (https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com).

Las fuentes de información en tiempo real se generan tanto en el sector privado (compañías de telefonía, internet, financieras, etc.) como en el seno de la Administración pública, la cual atesora datos de registro que son una fuente inigualable de información económica. La Agencia Tributaria,[1] por poner un ejemplo, posee los datos más detallados y actualizados sobre la evolución de las empresas españolas gracias a las declaraciones de impuestos.

La información que se obtiene a partir de los datos masivos se complementa con la que ofrecen datos más tradicionales como las encuestas o los experimentos económicos. Sin embargo, la primera ofrece una mayor granularidad e inmediatez. Al estar creados para otras finalidades, los datos masivos ya están disponibles («solo» se tienen que procesar y analizar, no hace falta elaborar una encuesta, por ejemplo), con lo que la información económica resultante se cosecha a un menor coste y puede llegar a proporcionar muestras más representativas y de mayor tamaño.

La economía en tiempo real puede jugar también un importante papel en el diseño e implementación de las políticas públicas. Los datos masivos favorecen un diseño más ajustado de las políticas económicas y que se focalicen en aquellos colectivos que más lo necesitan (lo que se conoce como *smart policies*). También permiten un seguimiento *a posteriori* de las medidas, una vez implementadas, y ajustarlas a tiempo real cuando sea necesario.

La nueva contribución del equipo de CaixaBank Research[2] a esta revolución es el portal de Economía en tiempo real (https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com), un proyecto pionero cuyo objetivo es monitorizar la evolución de la economía española a través de 12 indicadores construidos con datos internos de CaixaBank, agregados mediante técnicas de *big data*. Los indicadores se agrupan en cinco ámbitos: el consumo, la vivienda, el turismo, los salarios y la desigualdad. Cada uno de estos indicadores se puede consultar por distintas dimensiones, lo cual permite identificar diferencias entre colectivos (edad, sexo, ingresos, sector de actividad), regiones (CC. AA., municipios), etc. En total, publicamos más de 800 series de datos que actualizamos mensualmente.

El portal de Economía en tiempo real permite analizar cuestiones muy relevantes en el incierto contexto económico actual. Una de las principales preocupaciones es el grado de desaceleración del consumo privado como consecuencia de la fuerte subida de los precios. El indicador de consumo de CaixaBank Research muestra una tendencia descendente y un crecimiento inferior al de la inflación,

Indicadores disponibles en el portal de Economía en tiempo real

	Indicadores	Definición	Dimensiones
Consumo	Consumo total, consumo presencial y comercio electrónico	Consumo registrado a partir de pagos y reintegros con tarjetas de débito y de crédito tanto españolas como extranjeras	Nacional, CC. AA., edad, nivel de ingresos, tipo de gasto
Vivienda	Accesibilidad a la vivienda	Número de años de ingresos laborales netos que el hogar mediano debe destinar a la compra de una vivienda en una zona geográfica específica	Nacional, CC. AA. y capital de provincia
Salarios	Salarios	Ingresos salariales mensuales calculados a partir de las nóminas domiciliadas en las cuentas de CaixaBank	Nacional, CC. AA., edad, género, sector de actividad, sector público/privado
Turismo	Turismo doméstico, internacional y gasto exterior	Gasto registrado a partir de pagos y reintegros con tarjetas españolas o extranjeras	Nacional, edad, país, tipo de gasto
Desigualdad	Índice de Gini, percentiles de ingresos, distribución de ingresos, curva de Lorenz	Desigualdad salarial definida a partir de las nóminas domiciliadas así como de los cobros de la prestación y del subsidio de paro	Nacional, CC. AA., edad, género, país de nacimiento

Nota: *Para mayor detalle sobre la construcción de las variables y su representatividad, véase la Nota Metodológica (https://www.caixabankresearch.com/es/nota-metodologica_rte).*
Fuente: *CaixaBank Research, portal de Economía en tiempo real (https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com).*

1. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informes_Ventas_Empleos_y_Salarios_en_las_declaraciones_tributarias.shtml

2. El portal ha sido un esfuerzo colectivo en el que han participado Oriol Aspachs, Patricia Esteban, Alberto Graziano, Javier Ibáñez de Aldecoa, Eduard Llorens, Josep Mestres y Judit Montoriol.

lo que apunta a que el consumo en términos reales estaría retrocediendo. En concreto, en el mes de septiembre, el gasto presencial con tarjetas españolas avanzó un 7,0% interanual, el menor ritmo de avance de 2022. Por categorías de gasto, se observa una evolución muy diferenciada. Por un lado, detectamos un enérgico avance en ocio y restauración (13,6% interanual), en consonancia con la buena evolución del sector turístico, y del gasto en productos de primera necesidad (18,0% interanual), reflejo del fuerte repunte del precio de los alimentos. Por el otro, el gasto en bienes duraderos crece de forma mucho más tímida (2,3% interanual), en un contexto de elevada incertidumbre y de pérdida de poder adquisitivo de los hogares.

Otra preocupación en este contexto de fuertes tensiones inflacionistas es la intensidad de los denominados efectos de segunda ronda. El indicador de ingresos salariales de CaixaBank Research permite observar que el crecimiento de los salarios ha sido contenido hasta la fecha. En septiembre de 2022, los ingresos salariales en España avanzaban alrededor del 2,4% interanual, un ritmo similar al de los últimos seis meses. Su granularidad permite observar si existen diferencias por sectores o comunidades autónomas. Por ejemplo, los salarios avanzaron a distinto ritmo en los servicios turísticos y los no turísticos en 2022. En los primeros, los ingresos salariales llegaron a aumentar a más del 5% interanual en mayo y junio de 2022, con una fuerte recuperación tras la pandemia, aunque su avance se moderó hasta el 3,5% en septiembre de 2022. En los servicios no turísticos, el ritmo de avance ha sido menor, alrededor del 2,3% interanual en lo que llevamos de 2022.

Por comunidades autónomas, los salarios crecieron más en las Islas Baleares (2,9%) y menos en Extremadura (2,0%), lo que muestra poca dispersión entre regiones.

Por otra parte, el portal de Economía en tiempo real también permite observar la fuerte contribución del turismo al crecimiento de la actividad tras el fin de las restricciones ligadas a la pandemia. Según el indicador de turismo internacional de CaixaBank Research, en septiembre de 2022, el gasto con tarjetas extranjeras en España creció un 27,8% respecto al mismo mes de 2017. El turismo procedente de países europeos fue el primero en recuperarse, y el de más larga distancia también se está sumando a la tendencia. Pese a la excelente evolución del turismo internacional hasta la fecha, preocupa saber hasta qué punto se puede seguir contando con esta palanca de crecimiento en un contexto de desaceleración económica en los principales países emisores de turistas a España, algo que los indicadores del portal permitirán conocer, mes a mes y al momento.

En CaixaBank Research apostamos por la divulgación de la información económica como contribución de valor a la sociedad. Trabajamos investigando y analizando nuestros datos para sintetizarlos en estos indicadores que ponemos al alcance de todos en este portal de Economía en tiempo real (https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com), para que todo el mundo pueda disponer de información económica relevante de forma accesible e inmediata que sirva para complementar la de otras fuentes.

Josep Mestres y Judit Montoriol

Las cuentas públicas en 2023: aumentan los ingresos y también los gastos

El Gobierno español ha presentado ante las Cortes Generales el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2023 y ha enviado a Bruselas su Plan Presupuestario con la fotografía de las cuentas consolidadas del conjunto de Administraciones públicas (AA. PP.). En términos de déficit público, se prevé un déficit del 3,9% del PIB en 2023, lo que representa una reducción de 1,1 p. p. respecto al déficit previsto en 2022. El grueso del ajuste correría a cargo de las comunidades autónomas (déficit de 0,7 p. p. menos que en 2023), mientras que la Seguridad Social mantendría un déficit del 0,5% en 2023. Esto último implica que el Gobierno cuenta con que el aumento de cotizaciones y de transferencias desde el Estado será suficiente para aumentar las pensiones y mantener el déficit sin cambios (en porcentaje del PIB).

En cuanto al saldo primario, que excluye los pagos por intereses, el Gobierno proyecta una reducción de 1,2 p. p. en 2023 hasta el –1,6%, un registro todavía superior al –0,8% de 2019. Respecto a la deuda pública, se espera una reducción de 3,0 p. p., gracias al crecimiento del PIB en términos nominales (6,0%), hasta cotas todavía elevadas de en torno al 112% del PIB.

Ingresos: en volandas por la inflación

Debido a la elevada incertidumbre, el Gobierno ha presentado dos escenarios. El primero, construido a partir de los Presupuestos Generales del Estado 2023, es más conservador en términos de la previsión de liquidación de ingresos tributarios en 2022, ya que proyecta que estos se sitúen 9.000 millones por debajo de lo que obtendríamos si extrapoláramos los datos de ejecución presupuestaria que observamos hasta agosto en el conjunto del año. El segundo escenario, que parece más verosímil, incorpora 10.800 millones extras de ingresos tributarios en 2022 (que a su vez llevan a casi 10.000 millones extras de ingresos en 2023 por el mayor punto de partida) y asume que las rebajas fiscales temporales a la electricidad que vencen en diciembre (y que han supuesto una menor recaudación de cerca de 6.000 millones en 2022, según AIReF) se prorrogan a todo 2023. De esta forma, en este segundo escenario los ingresos públicos crecen un 6,6% en 2022, por encima del 4,6% del primer escenario, aunque todavía lejos del 14,0% de la ejecución presupuestaria con datos hasta julio (dato que se debería moderar en los próximos meses). Este incremento extra de los ingresos en el escenario 2 se prevé destinarlo a aumentar el gasto en una cuantía similar. De este modo las previsiones de déficit público son las mismas en ambos escenarios.

Si nos centramos en el segundo escenario, los ingresos públicos consolidados de las AA. PP. crecen un 6,2% interanual en 2023 (+35.000 millones de euros), en línea con las previsiones del Gobierno de crecimiento del PIB nominal (6,0%), que se sitúan en la banda alta de previsiones de

Plan Presupuestario 2023

Partidas	2019 (% PIB)	2021 (% PIB)	Escenario 1				Escenario 2			
			2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)	2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)
Ingresos públicos	**39,2**	**43,7**	**42,1**	**42,3**	**20,4**	**6,5**	**42,9**	**43,0**	**22,3**	**6,2**
Indirectos (IVA...)	11,5	12,2	12,2	12,2	18,3	6,0	12,6	12,3	19,3	3,5
Impuestos renta y riqueza	10,4	11,9	11,8	12,2	30,8	9,6	12,2	12,8	37,2	11,2
Impuestos capital	0,4	0,5	0,5	0,4	11,5	-15,2	0,5	0,5	39,4	6,0
Cotizaciones sociales	12,9	14,2	13,6	13,7	18,4	6,8	13,6	13,7	18,4	6,8
Resto de ingresos	4,0	5	4	3,8	5,9	0,7	4	3,7	3,1	-2,0
Gasto público	**42,1**	**50,6**	**47,1**	**46,2**	**22,4**	**4,0**	**47,9**	**46,9**	**24,2**	**3,8**
Compensación asalariados	10,8	12,2	11,6	11,4	17,7	4,2	11,8	11,4	17,7	2,4
Consumos intermedios	5,1	5,9	5,7	5,6	22,4	4,1	5,7	5,6	22,4	4,1
Transferencias sociales	18,4	21,8	20,6	20,8	26,0	7,0	20,7	21,1	27,9	8,0
Gastos de intereses	2,3	2,2	2,2	2,4	16,3	15,6	2,2	2,4	16,3	15,6
Subvenciones	1	1,5	1,8	1,2	33,8	-29,3	2,2	1,4	56,1	-32,6
Gastos de capital (excl. NGEU)	2,8	4,8	3,4	3,2	27,2	-0,4	3,4	3,2	27,2	-0,4
Resto de gastos	1,7	2,2	1,8	1,6	4,9	-5,8	1,9	1,8	18,1	0,4
PIB nominal (Mm €)	***1.245,5***	***1.206,9***	***1.310,3***	***1.388,7***	***11,5***	***6,0***	***1.310,3***	***1.388,7***	***11,5***	***6,0***

Notas: *Proyecciones que incorporan el impacto macroeconómico del plan NGEU aunque las transferencias NGEU están excluidas de los ingresos y gastos. En 2019 excluimos la parte de déficit (2 décimas de PIB) referente a Sareb.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.*

distintos analistas. Los principales artífices de los mayores ingresos se prevé que sean, en relación con 2022, los impuestos directos (11,2% interanual, +16.300 millones de euros), favorecidos por el efecto del incremento de los precios en las bases imponibles, y las cotizaciones sociales (6,0% interanual, +12.000 millones de euros), impulsadas en este último caso por un aumento de las bases máximas del 8,6% –se espera que aporte unos 900 millones– y el aumento de 0,6 p. p. en el régimen de contingencias comunes –se espera que aporte unos 2.700 millones de euros–. Los impuestos indirectos, por su parte, se espera que tengan un avance más contenido (+3,5%).

El Gobierno espera que una parte de los mayores ingresos provendrá de las nuevas medidas tributarias temporales (gravamen temporal sobre energéticas y banca e impuesto a grandes fortunas) a las que hay que restar medidas focalizadas que supondrán una menor presión fiscal a rentas bajas y media-bajas (principalmente, la ampliación de la reducción por rendimientos del trabajo del IPRF de 18.000 a 21.000 euros de salario bruto y el aumento del nivel mínimo de tributación de 14.000 a 15.000 euros). En el agregado neto, el Gobierno calcula que las nuevas medidas aportarán 4.000 millones de euros extras de recaudación en 2023, aunque AIReF lo rebaja a 3.200 millones de euros; la discrepancia se debe principalmente a que el Gobierno estima 1.500 millones de euros de recaudación por el impuesto de grandes fortunas en 2023 y AIReF lo pospone a 2024.

Gastos: aumenta el estructural

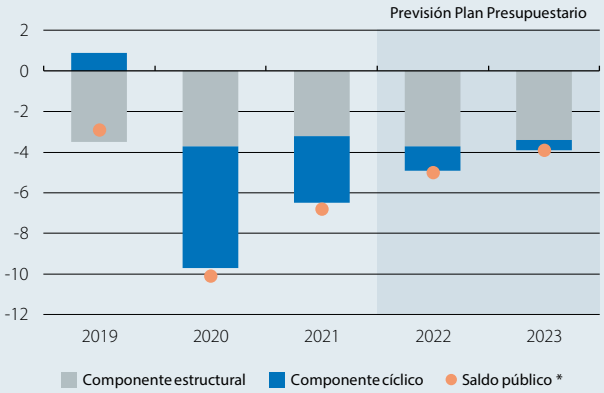
En cuanto al gasto público (excluidas las partidas relacionadas con el programa NGEU), se observa un aumento sustancial del gasto estructural, especialmente enfocado en mantener el poder adquisitivo de los pensionistas.

En concreto, en el escenario 2, el gasto público aumentaría en 2023 un 3,8% interanual (+23.700 millones de euros), en especial por el aumento de 21.800 millones de euros en prestaciones sociales (principalmente gasto en pensiones que aumenta en 19.600 millones) y el aumento del gasto en intereses (+4.500 millones de euros). Entre las partidas que bajan está la de subvenciones, que disminuyen en 9.400 millones. De esta forma, el gasto corriente primario consolidado aumentaría un 4,4%, por debajo de la previsión del Gobierno de crecimiento de PIB nominal.

Así, el gasto estructural, aquel que no depende directamente del ciclo económico, aumentará de forma importante y es el principal responsable de que el gasto público consolidado se incremente en 117.000 millones de euros respecto a 2019 (sin las medidas de gasto extraordinarias por la inflación y la guerra de Ucrania que se pueden destinar en 2023): por ejemplo, las pensiones está previsto que aumenten en 36.600 millones de euros respecto a 2019 y los gastos de personal en 24.000 millones de euros.

España: saldo público

(% del PIB)



Nota: ** Excluye Sareb y las pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda (10/2022) y del Programa de Estabilidad 2021-2024.*

Aunque los ingresos públicos habrán aumentado en casi 100.000 millones de euros respecto a 2019 y buena parte del aumento será estructural por la inflación[1] y los cambios estructurales de la economía que han aumentado la recaudación (como el afloramiento, por las políticas laborales durante la COVID, de trabajadores que estaban en la economía sumergida),[2] no se prevé utilizar este margen para reducir de forma notable el déficit estructural. De hecho, el déficit estructural de la economía española, que ya se encontraba en cifras relativamente elevadas antes de la pandemia, apenas se reducirá. Concretamente, según las estimaciones del Plan Presupuestario, este podría situarse en 2023 alrededor del 3,4% del PIB, un nivel muy similar al previo a la pandemia (3,5% en 2019).

Javier Garcia-Arenas

1. Aunque la inflación se vaya moderando, el salto de nivel de los precios respecto a 2019 muy posiblemente se consolide y de ahí que digamos que es un factor estructural.
2. Según el Plan Presupuestario, las medidas adoptadas durante la crisis de la COVID habrían facilitado el afloramiento de unos 285.000 afiliados a la Seguridad Social.

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	08/22	09/22	10/22
Industria									
Índice de producción industrial	–9,5	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	5,2	3,6	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	–5,2	–5,5	–5,2	–3,9
PMI de manufacturas (*valor*)	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	49,9	49,0	44,7
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	–12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	...	9,7	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	–12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	...	22,9	...	...
Precio de la vivienda	2,1	3,7	6,4	8,5	8,0	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–77,3	64,7	64,7	313,4	311,7	208,4	251,4	208,4	...
PMI de servicios (*valor*)	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	50,6	48,5	49,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	–7,1	5,1	0,7	0,4	1,1	–0,1	0,1	0,1	...
Matriculaciones de automóviles	–29,3	158,0	–17,1	–7,5	–10,3	3,1	9,1	12,7	11,7
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,7	–12,8	–13,1	–17,6	–26,4	–33,1	–31,6	–32,8	–31,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	–2,9	3,0	4,3	4,6	4,0	2,6	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	15,5	14,8	13,3	13,6	12,5	12,7	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	–2,0	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	3,5	3,3	3,0
PIB	**–11,3**	**5,5**	**6,6**	**6,7**	**6,8**	**3,8**	–	–	–

Precios

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

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

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	08/22	09/22	10/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	...	23,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	...	37,3	...	...
Saldo corriente	**6,8**	**11,5**	**11,5**	**8,5**	**9,6**	**...**	**7,8**	...	...
Bienes y servicios	16,3	17,9	17,9	14,2	16,2	...	16,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	–9,5	–6,4	–6,4	–5,7	–6,7	...	–8,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**11,9**	**22,4**	**22,4**	**19,8**	**22,5**	**...**	**20,8**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

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

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.*

La economía portuguesa resistió en el 3T 2022

El avance del PIB en el 3T sorprendió positivamente, con un crecimiento intertrimestral del 0,4%, que situó la tasa interanual en el 4,9%. Sin embargo, los indicadores más recientes sugieren que en el 4T la economía lusa podría retroceder. Así, tanto las ventas de coches como las transacciones en cajeros automáticos disminuyeron en septiembre. Ya en octubre, la confianza de los consumidores cayó a un nivel cercano al registrado en la peor fase de la pandemia, lo que reflejó el empeoramiento de perspectivas. En la misma línea, los indicadores de confianza de todos los sectores muestran un debilitamiento del sentimiento en octubre y unas perspectivas menos positivas para la actividad en los próximos meses. La incorporación de esta información a nuestras previsiones nos lleva a esperar una contracción intertrimestral del PIB en el 4T 2022, si bien tras el buen dato del 3T mantenemos nuestra previsión de crecimiento del 6,3% para el conjunto de 2022.

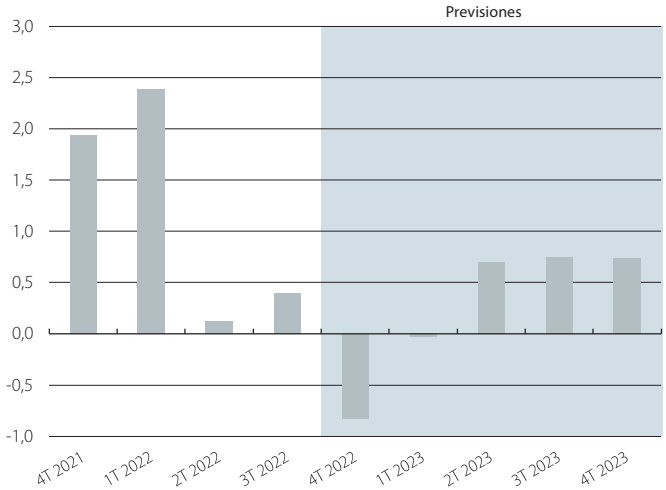
La inflación prosigue su escalada y supera la barrera del 10% en octubre. Los datos de avance de octubre apuntan a un alza de la inflación hasta el 10,2%, desde el 9,3% de septiembre. Los alimentos no elaborados (suben en el mes un 1,7%) y, sobre todo, el componente energético (6,7% mensual) siguen impulsando los precios. En el ámbito de la energía, buena parte de la subida se explica por la revisión de las tarifas y precios regulados del mercado de la electricidad y el gas natural, que entró en vigor en octubre. En conjunto, nuestra previsión de una inflación media del 7,9% en 2022 sigue siendo equilibrada, pero con riesgos al alza.

Señales de debilidad en el mercado laboral. El paro registrado en las oficinas de empleo volvió a subir por segundo mes consecutivo en septiembre. En concreto, aumentó un 1,6% en el mes, alcanzando los 287.240 parados. No obstante, la cifra sigue siendo muy inferior a la registrada antes de la pandemia (–4,7%, es decir, –14.000 desempleados), pero puede señalar un cambio de trayectoria en el mercado de trabajo. Este aumento se explica en gran medida por el sector de la Administración pública, la educación, la sanidad y las actividades de apoyo social (+1.887 parados).

Revisamos las previsiones de precios de la vivienda al alza para 2022, hasta el 11,7%, y a la baja para 2023 (hasta el –1,5%). Los datos de precios de vivienda medidos por el IPH del INE del 2T 2022 junto con los del índice de precios residenciales del Confidencial Imobiliário siguen señalando notables avances. Sin embargo, las perspectivas para el próximo año no son tan optimistas: la subida de los tipos de interés encarece la financiación, y las expectativas de los agentes en cuanto a precios y número de transacciones están a punto de entrar en terreno negativo. Ya se observa una fuerte desaceleración en los volúmenes de contratación de hipotecas. La erosión de la renta disponible de los hogares derivada de la inflación y el creciente peso de las cargas financieras limitarán la demanda y esto se irá reflejando en los precios.

Portugal: PIB

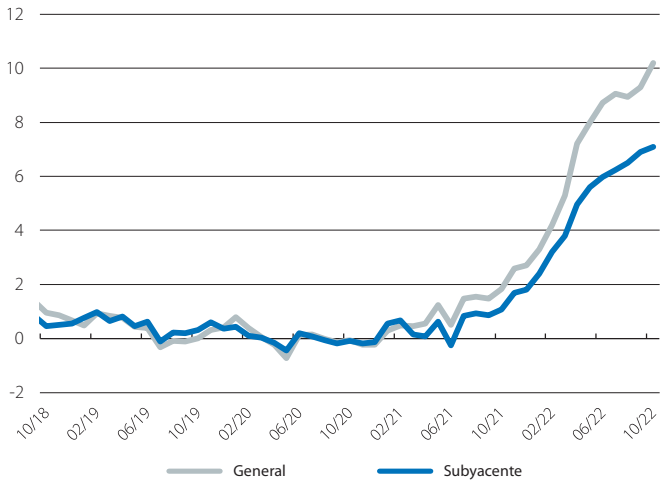
Variación intertrimestral (%)



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

Portugal: IPC

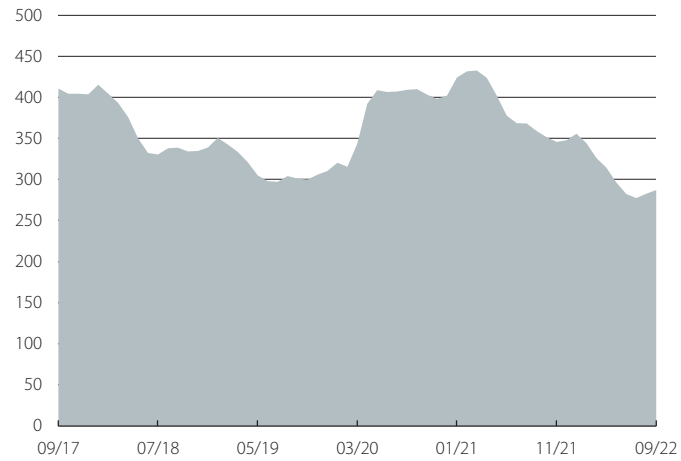
Variación interanual (%)



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

*Portugal: paro registrado en las oficinas de empleo **

(Miles de personas)



Nota: ** Datos no desestacionalizados.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del IEFP.*

Habemus pactum: el acuerdo sobre rentas y competitividad será la referencia hasta 2026

Gobierno y agentes sociales[1] han alcanzado un acuerdo para establecer un plan a medio plazo que mejore las rentas de las familias y la competitividad de las empresas. Algunas de las medidas ya estaban incorporadas en la propuesta de Presupuestos del Estado de 2023, que se presentó en octubre. En este artículo exploraremos, de forma general, cuáles son las principales medidas y metas que se pretenden alcanzar con este plan.

En lo que respecta a las familias, los objetivos parecen prometedores, en la medida en que se va a intentar compensar el impacto del aumento de los precios y de los intereses, así como el eventual deterioro del mercado laboral. En cuanto a los salarios, el objetivo es que su peso en el PIB alcance el 48,3% en 2026, lo que supone un aumento de 3 p. p. frente a 2019. Para ello, el acuerdo considera un aumento del 20% de la renta media por trabajador entre 2022 y 2026 y el aumento de la renta mínima mensual garantizada (ingreso mínimo nacional) hasta los 900 euros a finales de 2026.[2]

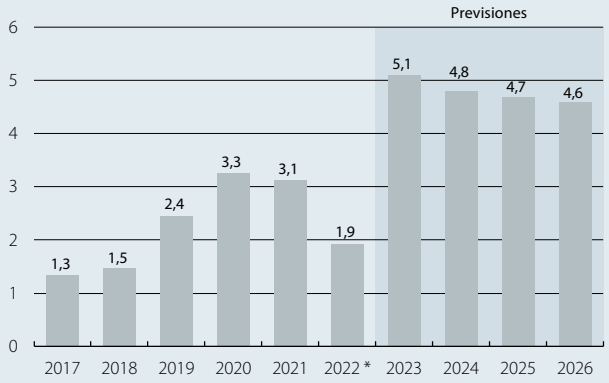
El primer objetivo puede suponer un gran desafío: si utilizamos como referencia la evolución histórica de la remuneración bruta media mensual base, el cumplimiento del acuerdo obligaría a unos aumentos sustancialmente superiores a los registrados en los últimos años (véase el primer gráfico). En cuanto al salario mínimo nacional, es posible que, con esta medida, el porcentaje de trabajadores que reciben una remuneración equivalente al salario mínimo continúe aumentando (como puede observarse en el segundo gráfico).

Con el objetivo de aumentar la liquidez de las familias, el acuerdo incluye también la actualización de los tramos del IRPF en un 5,1%, la intención de garantizar la neutralidad fiscal de las actualizaciones salariales (de forma que los aumentos salariales no impliquen una subida de tramo y la consiguiente pérdida de renta) y una mayor aproximación entre la retención en origen del IRPF y el impuesto debido (dependiendo del grado de aproximación, esta medida puede ser muy relevante en el mantenimiento de la demanda interna en 2023; de hecho, los reembolsos relacionados con el IRPF representaron un 2,2% del consumo privado en 2021). Asimismo, incluye un incentivo para la incorporación de los parados de larga duración en el mercado laboral y el aumento de la remuneración de las horas extraordinarias (a partir de las 100 horas) con la reducción a la mitad del tipo de retención en origen. Finalmente, en caso de despido colectivo o por extinción del puesto de trabajo, la compensación pasa de 12 a 14 días.

En lo que respecta a las empresas, no está muy claro el impacto que puedan tener las medidas, ya que, por un lado, se producirá un aumento de los costes de personal, pero, por el otro, habrá medidas de alivio fiscal y la intención de reducir los costes administrativos y de transacción. En este sentido, habrá mayores deducciones en el impuesto de sociedades por el aumento de los costes salariales para las empresas que cumplan con algunos hitos, como la apuesta por la contratación colectiva, el aumento de los salarios de conformidad con lo establecido en el acuerdo y en la negociación colectiva, y la reduc-

Portugal: remuneración media mensual base y objetivos inscritos en el convenio

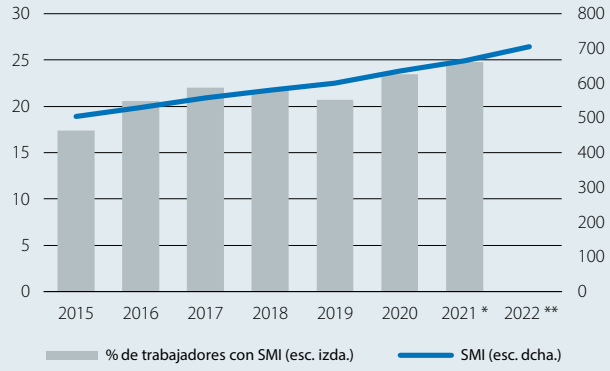
Variación interanual (%)



Nota: ** Remuneración bruta base media mensual registrada en el 1S 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Pacto de Rentas y del INE de Portugal.*

Portugal: trabajadores con salario mínimo interprofesional

(% sobre el total de trabajadores) *(Euros)*



Notas: ** Información disponible solo para el 1S 2021. ** No existe información para el 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del GEP portugués.*

1. Confederaciones patronales de la Industria, la Agricultura, el Turismo y del Comercio y Servicios, y la UGT.
2. El acuerdo establece las siguientes intenciones para el salario mínimo: 760 euros en 2023, 810 euros en 2024 y 855 euros en 2025. En el acumulado 2022-2026, esto supone un incremento de casi el 30%.

ción de la desigualdad salarial. A pesar de que el peso de los salarios en el PIB está lejos del objetivo del Gobierno, lo cierto es que el peso de las remuneraciones abonadas en el VAB de las empresas ha aumentado significativamente desde 2016: el primer semestre de 2022, representaban más del 60% del VAB frente al 57% en 2016. Por otro lado, cabe destacar también que el ahorro de las empresas no financieras ha venido aumentando (más del 20% del VAB), lo que puede ser un colchón importante para el incremento de los costes asociados con el aumento de las remuneraciones.

También se contemplan medidas que promueven la capitalización de las empresas, como la creación de un régimen fiscal de incentivo a la capitalización de empresas (ICE), con la prolongación del periodo durante el cual es posible deducir las ampliaciones de capital (de los 6 hasta los 10 años). También se reducirá el impuesto de sociedades para las empresas que inviertan en I+D, aumenta el límite de la base imponible para pymes y empresas instaladas en el interior del país (de 25.000 a 50.000 euros), así como para empresas que resulten de fusiones (con el objetivo de promover una mayor dimensión empresarial). Se adoptan también otras medidas de alivio/incentivo fiscal diversas, como la reducción de la tributación en la compra de vehículos híbridos *plug-in* y vehículos propulsados por gas natural, y la introducción de incentivos para fomentar la formación de los colaboradores.

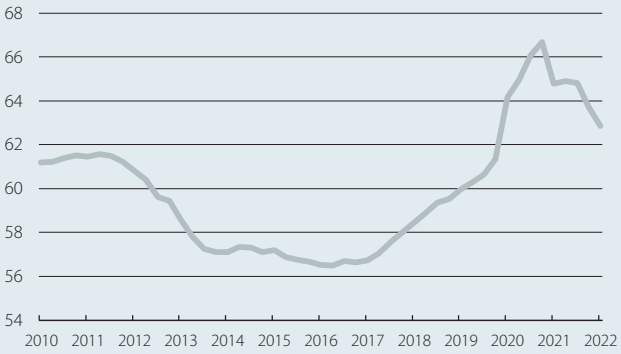
Finalmente, el acuerdo incluye también medidas para minimizar los costes administrativos y conseguir un ambiente más favorable para los negocios, como la simplificación de la obtención de licencias, las modificaciones en el Fondo de Compensación del Trabajo (incluyendo el fin de las aportaciones), el fin de la obligatoriedad de declaración trimestral a la Seguridad Social para trabajadores autónomos, nuevas modalidades de pago a la Seguridad Social y la simplificación de la obtención de licencias para la producción de energía por vías renovables.

Este acuerdo no tiene un carácter obligatorio ni rígido: incluye solamente un conjunto de medidas que deben guiar la actuación de los agentes sociales en los próximos años y se evaluará en el momento de la presentación en el Parlamento del Presupuesto de Estado cada año o, en caso de que las condiciones económicas y/o sociales se vean modificadas. Su monitorización y seguimiento le corresponderá a un grupo de trabajo, formado por representantes del Gobierno y de los agentes sociales, y contará con el apoyo del Consejo Económico y Social.

Vânia Duarte

Portugal: peso de las remuneraciones salariales en el VAB de las sociedades no financieras

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal (Contabilidad Nacional).*

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	08/22	09/22	10/22
Índice coincidente de actividad	–5,3	3,5	6,6	7,4	7,3	6,5	6,5	6,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	–6,9	4,5	–1,5	–2,1	2,0	2,1	4,9	0,9	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–15,3	–5,3	–1,4	–0,1	–2,3	–4,7	–4,7	–5,4	–6,3
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	13,5	–6,9	45,5	–23,5	...	–19,0	...	...
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	15,8	15,8	15,6	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	244,4	270,0	244,4	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	–19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	18,9	14,4	11,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	–3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	3,2	4,0	2,3	...
Indicador coincidente del consumo privado	–6,2	4,7	7,4	6,8	5,2	2,9	2,9	2,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,4	–17,2	–13,5	–19,3	–30,5	–31,8	–31,6	–32,7	–35,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada	–1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	...	1,0	...	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	...	6,0	...	...
PIB	**–8,3**	**5,5**	**6,6**	**12,0**	**7,4**	**4,9**	–	–	–

Precios

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

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

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	08/22	09/22	10/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	...	21,6	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,8	22,0	22,0	33,3	31,5	...	34,3	...	...
Saldo corriente	**–2,1**	**–2,5**	**–2,5**	**–4,3**	**–4,7**	**...**	**–4,5**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–3,9	–5,7	–5,7	–6,9	–6,4	...	–5,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	...	0,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–0,1**	**1,2**	**1,2**	**–0,8**	**–1,3**	**...**	**–2,3**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

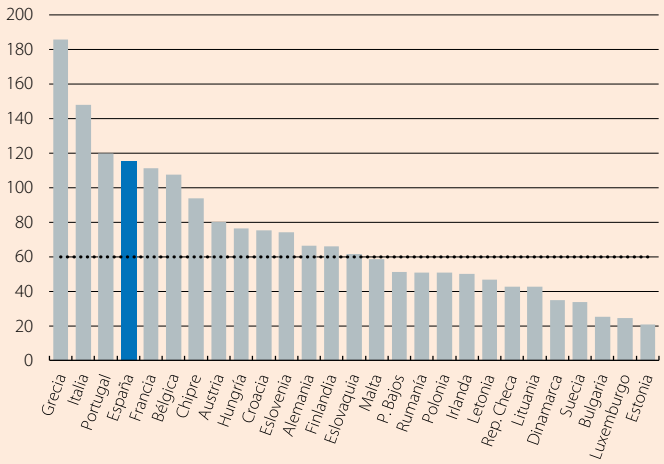
	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	7,8	7,9	7,8	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	11,2	11,6	11,2	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	3,1	3,3	...
Depósitos de AA. PP.	–21,0	–4,1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

Tiempos de transformación

El punto de partida de la economía internacional de cara a 2023, después de las sorpresas negativas de todo tipo que han ido calando en el escenario, es bien conocido por todos: aumento del riesgo geopolítico, disrupciones en los mercados energéticos, fragilidad macroeconómica, drástica respuesta de los bancos centrales a la amenaza inflacionista e incremento de la inestabilidad financiera. Un panorama poco halagüeño, cuyo origen estriba en el persistente desequilibrio entre oferta y demanda que han ido alimentando los sucesivos *shocks* a los que nos hemos ido enfrentando en los últimos años (COVID, guerra en Ucrania, cuellos de botella, etc.). Y cuyo desenlace está siendo el aumento generalizado de las presiones inflacionistas y la intensa desaceleración del crecimiento que ya se está percibiendo en los indicadores de actividad desde el verano, con la duda de si todo terminará en un retroceso puntual de la actividad (un par de trimestres de crecimiento negativo) o afrontaremos una crisis de mayor calado con afectación al mercado de trabajo (¿estanflación?).

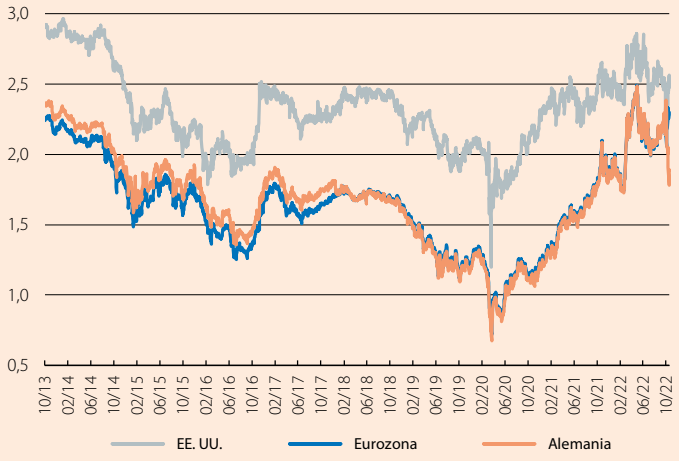
Deuda pública
(% del PIB)



Notas: *Previsión de la Comisión Europea para el año 2022 (*Spring Forecasts*). La línea punteada corresponde al 60% del PIB, límite establecido por los Tratados Europeos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.*

La volatilidad que están presentando en los últimos meses variables clave para las previsiones macroeconómicas (precios de la energía, tipos de interés y tipos de cambio), la dificultad de incorporar en los escenarios las novedades en el ámbito geopolítico y sus efectos en las expectativas y, por último, el problema de calibrar la respuesta de política monetaria y fiscal a los desafíos que van apareciendo día a día, confieren al 2023 una complejidad especial al siempre proceloso ejercicio de previsión económica. Especialmente cuando la sensibilidad de los mercados va aumentando al hilo del endurecimiento de las condiciones financieras globales que se ha producido en los últimos 12 meses (+300 p. b. de media en las economías avanzadas), movimiento liderado por una Reserva Federal que, después de las dudas iniciales, se ha puesto a tirar del pelotón sin mirar atrás.[1]

Swaps *ligados a la inflación, 5Y5Y*
(%)



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

Precisamente, la digestión de este cambio de régimen en la política monetaria y, por tanto, la capacidad (flexibilidad) de los bancos centrales de sofocar cualquier episodio de inestabilidad financiera será una de las claves del escenario a medio plazo. Siendo conscientes, tras el aviso a navegantes de la minicrisis británica que se saldó con la dimisión de Liz Truss, de la importancia de que la política fiscal esté alineada con el desafío monetario. Los tiempos están cambiando también para la combinación óptima de política económica que demanda la coyuntura económica. Ignorar la restricción presupuestaria con una política fiscal desordenada alejaría la meta que intentan alcanzar las autoridades monetarias e incrementaría el riesgo de accidentes financieros. En ese caso, la incertidumbre fiscal puede obligar a mayores subidas de tipos de interés, algo equivalente a apretar el freno y el acelerador a la vez, como nos recordaba el FMI en su última reunión semestral.

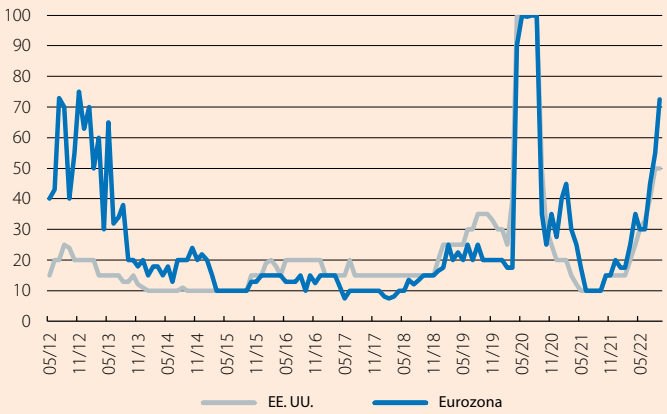
Por tanto, la coordinación entre Gobiernos y bancos centrales, cuando los objetivos del lado fiscal y monetario son diferentes, se convertirá en los próximos meses en una de las claves que determinará el desempeño del ciclo económico en 2023. No es

1. Para más detalles, véase el artículo «¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023», en este mismo Dossier.

fácil pasar de algo parecido a la dominancia fiscal a un régimen en el que vuelve a ser prioritaria la estabilidad macroeconómica a corto plazo, especialmente con el ruido que pueden introducir los desajustes en los tipos de cambio. En gran medida, ese juego determinará el nivel de llegada en el proceso de subida de los tipos de interés (*terminal rate*) y el tiempo que tardará la inflación en volver a aproximarse a los objetivos.

En este contexto, la economía mundial podría crecer un 2,7% en 2023, con una marcada desaceleración en los ritmos medios de actividad tanto en los países avanzados (1% frente al 2,4% en 2022), como en las economías emergentes (4% frente a 7% en 2022). Con la escasa visibilidad existente en estos momentos es muy complicado intentar extrapolar el perfil del ciclo económico, pero lo lógico es pensar que los próximos seis meses deben ser los de máxima debilidad para Europa, mientras que en el caso de EE. UU. los efectos de las subidas de tipos de interés de la Fed se deberían hacer notar más en primavera, teniendo en cuenta los retardos con los que la política monetaria afecta a la actividad. Este enfriamiento que veremos en la demanda de los países avanzados hasta el verano y la incipiente mejora que se empieza a percibir en las restricciones a la producción podrían propiciar una progresiva normalización de los desequilibrios entre oferta y demanda según vaya avanzando el año. Ello permitiría una moderación de la inflación y una estabilización de las condiciones financieras, y crearía las bases para un retorno a las tasas de crecimiento potencial a partir del otoño de 2023 que, probablemente, serán inferiores a las que existían antes de la pandemia. La duda es el coste que se deberá pagar a corto plazo en términos de actividad y empleo para embridar el problema de la inflación y, por tanto, el ajuste a la baja del PIB en los próximos dos trimestres. Esa ratio de sacrificio vendrá determinada por: la posibilidad de estabilizar los mercados de materias primas energéticas, la credibilidad de los bancos centrales y la evolución de los efectos de segunda ronda y, por tanto, la capacidad de repartir de forma equitativa a través de pactos de rentas los efectos del deterioro de la relación real de intercambio que se está produciendo en un gran número de países.

Probabilidad de recesión del consenso de Bloomberg
(%)



Notas: *Mediana entre los analistas que participan en el consenso de Bloomberg. Probabilidad de recesión en los próximos 12 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Por tanto, la economía mundial deberá seguir afrontando importantes desafíos en 2023, teniendo en cuenta las dinámicas disruptivas que siguen presentes en el escenario. Con la incógnita del desempeño de la economía china y de la evolución del conflicto en Ucrania, las claves serán minimizar los daños en el mercado de trabajo del endurecimiento monetario y mantener aislado del ruido al canal financiero. Será un año de transición en el que se deben sedimentar las condiciones para el retorno a una cierta normalidad a partir de 2024, aunque pueden aparecer obstáculos por el camino y, por tanto, la política económica deberá ser flexible y emplear la cirugía para optimizar unos grados de libertad cada vez más reducidos. En definitiva, seguiremos sumidos en esa fase en la que lo viejo no termina de morir y lo nuevo no acaba de nacer. Como ponen de manifiesto grandes debates abiertos como: la idoneidad de las estrategias y objetivos actuales de inflación, el papel que jugará China en la próxima década, los límites al endeudamiento en la economía mundial o el futuro de la globalización.

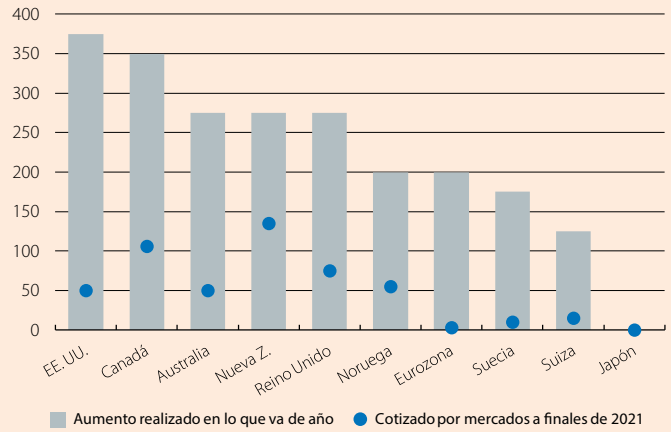
José Ramón Díez

¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023

El 2022 será recordado no solo por la intensificación y persistencia de las presiones inflacionistas sino también por el contundente giro en la dirección de la política monetaria, un punto de inflexión que puso fin a más de una década de tipos bajos y de políticas ultraacomodaticias.

Subidas de tipos oficiales anunciadas de enero a noviembre de 2022

(p. b.)



Notas: *Datos a 7 de noviembre. Expectativas de mercados según los implíticos de la curva de OIS* swaps.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Y es que, hasta principios de noviembre, los bancos centrales en los países avanzados han aprobado, de media, subidas en los tipos oficiales de aproximadamente 300 p. b., el ajuste más agresivo desde la década de 1980 y que supera, con creces, lo que cotizaban los tipos implícitos en los mercados financieros a inicios de año (véase el primer gráfico). También, se acordó el cese de los programas de compras netas de activos e incluso en algunos países, como EE. UU., se inició el proceso de reducción en el tamaño del balance. Como resultado, las condiciones financieras se han tensionado significativamente, lo que se ha reflejado en caídas históricas en las principales bolsas.

Techo a la vista, pero ¿a qué altura?

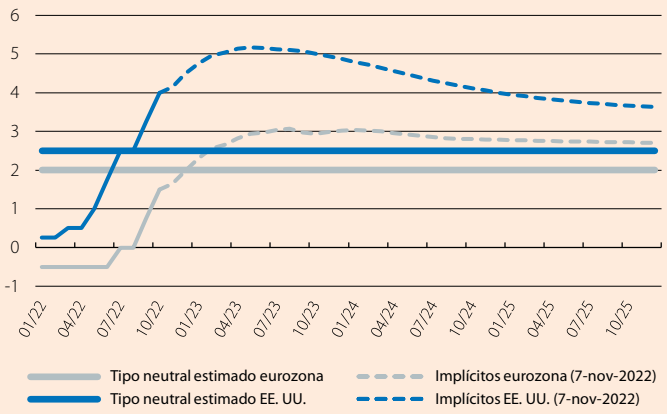
Tras el tumultuoso 2022, los inversores apuestan que el pico del endurecimiento monetario se producirá a lo largo de 2023.

Así, a inicios de noviembre, los implícitos en los mercados cotizaban que los tipos oficiales alcanzarán el máximo de este ciclo en mayo para la Fed y en septiembre para el BCE, consistente con subidas adicionales de 125 p. b. hasta el 5,0% y de 150 p. b. hasta el 3,0%, respectivamente. Incluso para el Banco de Inglaterra se espera que el tipo oficial alcance el pico, en torno al 4,75%, durante el verano.

Por otro lado, en el caso de la Fed, los implícitos cotizan las primeras bajadas de tipos a partir de septiembre, al tiempo que, para el BCE, los tipos se proyectan estables en 2023 y con modestos recortes en 2024, en línea con las previsiones centrales de CaixaBank Research. En ambas regiones, no obstante, es importante señalar que los tipos oficiales probablemente se mantendrán en terreno restrictivo, es decir, por encima del nivel estimado como neutral (el que no estimula ni contrae la economía), al menos hasta finales de 2025 (véase el segundo gráfico), si bien hay mucha incertidumbre sobre dónde se puedan ubicar realmente estos niveles estructurales.

Tipos oficiales y expectativas según mercados monetarios

(%)



Notas: *Expectativas de mercados según los implíticos de la curva de OIS* swaps *a 7 de noviembre. El tipo neutral estimado corresponde a estimaciones de los bancos centrales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Diversos factores justifican estas expectativas de que el final de las subidas de tipos se producirá en 2023. En primer lugar, los efectos del endurecimiento monetario acometido hasta ahora se deberían volver más palpables a lo largo de 2023, dado que su impacto sobre la economía no es inmediato. Y es que, según estimaciones de modelos econométricos convencionales, una subida de tipos de 100 p. b. en la eurozona suele estar asociada con un impacto máximo sobre el nivel del PIB al cabo de 12-24 meses de entre un 0,7% y un 0,9%.[1] Así, la magnitud de las subidas ya realizadas en 2022 implicaría en 2023 un crecimiento del PIB de la eurozona entre 1,0 p. p. y 1,5 p. p. menor de lo esperado en ausencia del endurecimiento monetario.[2] En cualquier caso, hay que ser muy cautelosos con estas estimaciones, ya que son promedios históricos y podrían no

1. La respuesta de las distintas variables a un *shock* monetario estándar (+100 p. b. de aumento) en nuestro modelo es muy similar a la encontrada en otros modelos de referencia. Para más detalle, véase Llorens, E. (2021), «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de Trabajo CaixaBank Research 02/21, y el discurso de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 de octubre de 2022).

capturar la singularidad del contexto actual. Por ejemplo, el mayor porcentaje de nueva deuda a tipo fijo (82% en agosto de 2022 para los hogares en la eurozona *versus* 57% en 2010) podría implicar un menor impacto del incremento de tipos en la economía. Sin embargo, el hecho de que el ciclo de subidas haya sido tan contundente e inesperado, y que partíamos de tipos ultrabajos, podría amplificar su impacto adverso sobre el crecimiento.

En segundo lugar, no creemos que la política fiscal pueda, ni deba, compensar el endurecimiento monetario, en un contexto de elevado endeudamiento público y de mayores costes de financiación. Y es que un giro hacia una política fiscal excesivamente expansiva probablemente sería penalizado con un incremento de tipos más agresivo por parte de los mercados, con riesgos de que resurjan temores de sostenibilidad de las finanzas públicas, tal y como se observó en octubre en el Reino Unido.

La interacción de estos elementos, junto con otros vientos de cara, explica nuestras expectativas de una marcada desaceleración en la economía mundial para el próximo año, con crecimientos por debajo del potencial en la mayoría de los países. El consiguiente enfriamiento en los mercados laborales, así como el anclaje de las expectativas de inflación, ayudará a limitar el riesgo de efectos de segunda ronda en la inflación y permitir una postura menos reactiva por parte de los bancos centrales.

En cuanto a los factores de oferta que explican la elevada inflación, a excepción del mantenimiento de las políticas COVID cero en China refrendadas en el reciente Congreso del Partido Comunista, las disrupciones en las cadenas de suministro mundial que se habían visto a lo largo de la pandemia probablemente continuarán moderándose. Por otra parte, a pesar de la elevada incertidumbre en torno al devenir de la guerra entre Ucrania y Rusia, la combinación de una demanda menos boyante y la puesta en marcha de diversas medidas de contención[3] probablemente permitirá una relajación en los precios de las materias primas a lo largo del año que viene, tal como sugieren los mercados futuros.

Balance de riesgos: ¿en qué dirección nos podríamos equivocar?

Cabe destacar que existen riesgos en ambos sentidos en cuanto a la dirección de la política monetaria en 2023. Por un lado, tenemos los *shocks* de índole inflacionista, que podrían extender las presiones alcistas en los precios y resultar en medidas más restrictivas por parte de los bancos centrales. Entre estos, destacamos una potencial escalada en el conflicto con Rusia, así como otros eventos de orden geopolítico o de desastres naturales relacionados con el cambio climático. Tampoco descartamos mayores efectos de segunda ronda, ya sea a través de aumentos más elevados y persistentes en los salarios o medidas más contundentes de estímulo fiscal.

A modo meramente ilustrativo, en un escenario de incrementos en los precios de las materias primas en torno a un 50% superior a nuestra previsión central, la inflación de la eurozona podría mantenerse en los niveles actuales durante todo 2023 y no alcanzar el 2% hasta 2026 (actualmente lo prevemos para finales de 2024). En tal escenario, no sería descabellado esperar que el BCE llevara los tipos oficiales alrededor del 5%.

Por otro lado, están los *shocks* de índole desinflacionista, entre los que distinguimos, en primer lugar, una desescalada en las tensiones geopolíticas y, en segundo lugar, una contracción mayor de lo esperado en la economía, ya sea por disrupciones en los mercados financieros o cualquier otro evento de orden sistémico. En una desescalada geopolítica, si bien esperamos que el efecto a medio plazo sea una menor presión alcista en los precios, a corto plazo el *shock* positivo de demanda, vía menor incertidumbre y reducción en los precios energéticos, demoraría el descenso de la inflación. En este escenario, los bancos centrales podrían responder con subidas adicionales a inicios de año (alrededor de 50 p. b. adicionales, posiblemente) antes de iniciar un ciclo de bajadas posteriormente. En el caso de una contracción intensa de la economía, no obstante, esperaríamos que los bancos centrales respondieran reactivando medidas de estímulo monetario, como compras netas de activos para estabilizar los mercados y, posiblemente, incluso planteándose bajadas en los tipos oficiales.

El año 2022 se ha caracterizado por una elevada incertidumbre sobre el escenario económico, tanto por el desacople entre oferta y demanda tras la pandemia como por la guerra en Ucrania. Ello ha provocado sustanciales revisiones de las previsiones, tanto de inflación y crecimiento como de la respuesta de los bancos centrales. De cara a futuro, la previsión sobre la economía que posiblemente somos más capaces de acertar hoy por hoy es que la incertidumbre se mantendrá elevada en 2023.

Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

2. En el caso de EE. UU., el impacto sería mayor al considerar no solo una subida de tipos más agresiva sino además el plan de reducción del balance de la Fed. Para el BCE, algunas voces dentro del Consejo de Gobierno ya están abogando para frenar en 2023 las reinversiones de los activos que vencen dentro del programa de compra de activos (APP). En cualquier caso, el balance del BCE se reducirá en 2023 por el vencimiento de diversas rondas de TLTRO.
3. Véase el artículo «La política económica ante el desafío energético: apoyar a los más vulnerables sin distorsionar la economía» en este mismo Dossier.

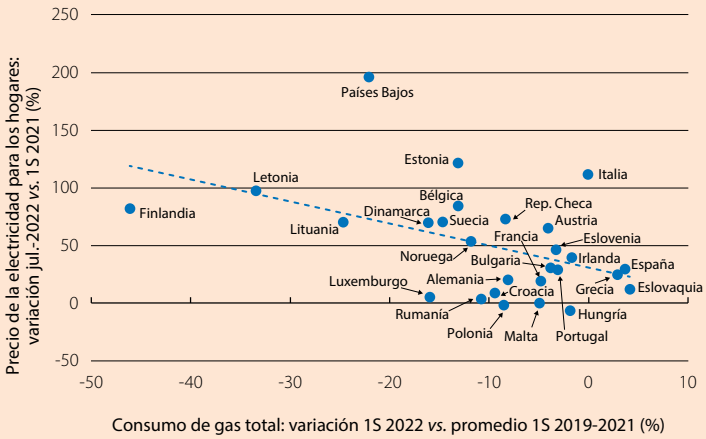
La política económica ante el desafío energético: apoyar a los más vulnerables sin distorsionar la economía

La política económica camina por el alambre, ya que se enfrenta a la titánica tarea de mitigar el impacto del *shock* energético sobre hogares y empresas en un contexto revuelto y con poco margen fiscal, dado que las cuentas públicas salieron ya magulladas por la COVID-19 –no en vano la deuda pública en la eurozona rebasó en 2020 el 100% del PIB y el déficit superó al 5,0%–. La prueba en 2022 ha sido exigente, pero, con las perspectivas de unos precios energéticos en 2023 todavía por encima de los que había antes del estallido de la guerra en Ucrania, la política económica volverá a estar en el centro del debate y tendrá que enfundarse el mono de trabajo para proponer recetas que amortigüen este *shock* prolongado.

La línea que separa el éxito del fracaso es delgada y no hay garantías de éxito. La teoría está clara, pero no es sencillo llevarla a la práctica. Hay dos tipos de actuaciones en la tesitura actual: primero, ayudas a través de políticas de rentas, como subsidios directos; o segundo, a través de intervenciones en los precios (topes, reducciones de impuestos especiales sobre la energía y el IVA...), y ambos tipos pueden ser específicos para colectivos concretos o generalizados. Los economistas de las principales instituciones económicas (OCDE, FMI...) abogan por ayudas limitadas en el tiempo y muy focalizadas en los hogares vulnerables para que no tengan que soportar todo el coste del encarecimiento energético. Así, no se recomiendan medidas generalizadas de controles de precios o de ayudas directas por varias razones:

- Interfieren con las inevitables reducciones de demanda por los mayores precios, lo cual puede redundar en una mayor inflación a medio plazo amén de entorpecer la transición energética.
- Distorsionan las señales de los precios, necesarias para fomentar el ahorro energético e incentivar la transición hacia la descarbonización de la economía.
- Pueden solo diferir en el tiempo el impacto sobre los hogares de unas subidas de precios que ante la perspectiva de una guerra larga van a durar más de lo que se esperaba.

Gas: precios de los hogares y consumo total



Nota: *HEPI recoge datos de precios en las capitales de cada país, que se toman como aproximación para el precio del conjunto del país en julio de 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de HEPI.*

De la teoría a la práctica: topes de precio y ayudas menos focalizadas

La teoría del libro de texto está muy bien, pero luego los Gobiernos tienen que aplicarla en un contexto de descontento social que es imprescindible atajar. Además, no siempre es fácil identificar a los más vulnerables. En este sentido, las economías avanzadas se han enfrentado en 2022 a una verdadera tormenta energética y la mayoría han estado más cerca de Francia (paradigma de las medidas generalistas y con intervención de los precios) que del Reino Unido de Boris Johnson en su respuesta (antes de disolverse, las medidas de su Gobierno se acercaban a las recomendaciones del FMI). Tal y como se observa en el segundo gráfico, la mayor parte del apoyo en 2022 se ha centrado en políticas económicas para toda la población que impiden la transmisión de la subida de los precios energéticos mayoristas a los consumidores finales (topes, reducción de impuestos que inciden sobre el consumo y la producción de energía y del IVA de productos energéticos...) seguidas de políticas de rentas generalizadas (ya sea a toda la población o a colectivos muy amplios, independientemente de su renta, como usuarios de transporte público u ocupados), mientras que las medidas de apoyo a los colectivos vulnerables han sido mucho menores.

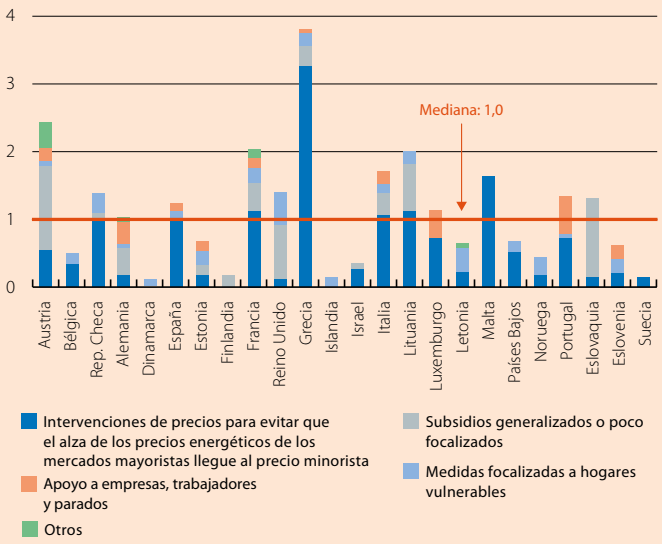
En este contexto, la propuesta de un grupo de expertos alemán contiene elementos interesantes. Sugieren fijar un subsidio sobre el 80% del consumo del gas de los hogares (70% para las empresas), lo que supondría un ahorro considerable en la factura.[1] Al mismo tiempo, el esquema mantiene los incentivos a reducir la demanda de gas: los precios de mercado aplican sobre el monto

1. Del 40%, según algunas estimaciones.

restante y, además, el subsidio se referenciaría a las cantidades consumidas en 2021. No obstante, proponen aplicarla a todos los consumidores.

Con todo, las cantidades del plan alemán (200.000 millones de euros, algo más de un 5% del PIB)[2] han generado revuelo por el riesgo de laminar la igualdad de condiciones (*level playing field*) en el mercado único europeo. Esto nos lleva al papel que debe jugar la UE, pues Europa capeará mejor la crisis si juega unida y no a la desbandada.

Europa: coste fiscal de las medidas de apoyo anunciadas por el encarecimiento energético
(% del PIB, 2022)



Nota: *Medidas anunciadas en la primera mitad de 2022 a desplegar durante todo el año.*
Fuente: *Fondo Monetario Internacional.*

La coordinación europea

Por un lado, la UE puede ejercer un papel coordinador para evitar las externalidades negativas y aprovechar las positivas. Por ejemplo, con cada Gobierno centrado en asegurarse su propia oferta de gas, la UE podría terminar con una sobrecapacidad sustancial a medio plazo.[3] Además, en general la respuesta nacional instintiva ha sido la de sostener la demanda con subsidios al consumo de gas y electricidad, lo que genera externalidades negativas y presiona los precios en el conjunto de la UE. Pero en la crisis actual la solidaridad europea pasa por un menor consumo de energía (no, como en pandemia, por un mayor gasto común): de lo que se trata es de coordinar los recortes de demanda.[4] Así, el plan de la Comisión Europea va en la buena dirección al proponer recortes en la demanda de electricidad y gas (del 10% y 15%, respectivamente),[5] aunque hay elementos de voluntariedad y no está libre de exenciones.[6]

En el mismo sentido, la coordinación de la UE también es importante para garantizar el flujo eficiente de la energía entre países. Esto aplica tanto a corto como a largo plazo. A largo plazo, la descarbonización de la economía y la mayor producción renovable conllevarán una generación eléctrica más variable, lo que aumenta los beneficios de una red interconectada a nivel europeo. También es fundamental mejorar las interconexiones a corto plazo. El caso del gas natural licuado (GNL), clave para sustituir al gas ruso en la crisis actual, ofrece un buen ejemplo: el 25% de la capacidad de importar GNL se encuentra en la península ibérica, que a efectos prácticos está desconectada del gran mercado europeo. En este sentido, el reciente acuerdo entre España, Francia y Portugal para la construcción de un tubo marino entre Barcelona y Marsella, que podría a medio plazo transportar transitoriamente gas de la península ibérica al resto del continente y a largo plazo se destinará al hidrógeno verde, se encamina en la buena dirección.

Por último, la UE debe garantizar la igualdad de condiciones en el mercado único europeo. En concreto, ante la disparidad de margen fiscal de los Estados miembros (que el potente paquete alemán no ha hecho más que subrayar), tendría sentido un fondo europeo que garantice un apoyo mínimo a las empresas y familias de todos los países,[7] con ayudas que podrían condicionarse para incentivar la cooperación entre Estados y favorecer un buen diseño de las políticas nacionales (por ejemplo, penalizar la implementación de políticas contrarias al ahorro de energía o que limiten los flujos internacionales de energía, destinar más fondos a los países que se esfuercen en aumentar la oferta, etc.).

Javier Garcia-Arenas y CaixaBank Research

2. Estos 200.000 millones se distribuirán entre 2023 y 2024, de los cuales unos 90.000 millones se destinan al subsidio parcial de la factura del gas de hogares y empresas, mientras que se elevan a 30.000 millones los fondos disponibles para poder nacionalizar totalmente la empresa energética Uniper.
3. De entre el 30% y el 45% de la demanda en 2030, según McWilliams *et al.* (2022). «A grand bargain to steer through the European Union's energy crisis». Policy Contribution, Bruegel.
4. En este mismo sentido, es necesario que las políticas fiscal y monetaria no actúen descoordinadamente y que la primera no deshaga los esfuerzos de la segunda para enfriar la demanda.
5. Europa también ha aprobado un tope de 180 €/MWh a los ingresos de los productores inframarginales (entre diciembre de 2022 y junio de 2023) y un impuesto al sector de los combustibles fósiles.
6. En concreto, el recorte del 15% en el consumo de gas entre agosto de 2022 y marzo de 2023 es voluntario, aunque el Consejo Europeo puede convertirlo en obligatorio si activa una cláusula de alerta. Además, pueden obtener exenciones los Estados con industrias clave que dependan críticamente del gas, así como los países con interconectividad limitada o que exporten gas a pleno potencial, entre otras casuísticas. Asimismo, el recorte del 10% en la demanda de electricidad entre diciembre de 2022 y marzo de 2023 también es voluntario, pero con la obligatoriedad de reducirla en un 5% en horas punta.
7. Taglapietra *et al.* (2022). «Does the European Union need an energy crisis fund?». Bruegel Blog.

Perspectivas España: 2023, un año cargado de desafíos

Balance de 2022

La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha dado lugar a la crisis energética europea más importante de las últimas décadas. Esta crisis ha disparado el precio del gas natural en Europa, ha acrecentado el clima de incertidumbre y ha propiciado un ciclo de subidas agresivas de tipos de interés por parte del BCE para hacer frente al repunte de la inflación. Dentro del contexto europeo, España se encuentra comparativamente bien situada para transitar la crisis: nuestra dependencia del gas ruso es mucho menor que la de otras grandes economías europeas y nuestra capacidad de regasificar gas natural licuado nos brinda mayor capacidad de diversificación de las importaciones de gas.[1] De este modo, es improbable que veamos episodios de racionamiento en nuestro país, a pesar del corte indefinido de suministros de gas ruso al norte de Europa desde septiembre de 2022. Con todo, nuestra economía no es inmune al aumento de precios del gas ni al aumento más pronunciado de lo esperado de los tipos de interés. Así, si bien este exigente contexto no ha logrado frenar la recuperación del sector turístico en 2022, sí que ha lastrado la ejecución de los fondos NGEU, debido, al menos en parte, a la caída de la demanda de inversión ante el aumento de la incertidumbre, y ha erosionado, debido al fuerte aumento de la inflación, el colchón que ofrecía el exceso de ahorros heredado de la pandemia.

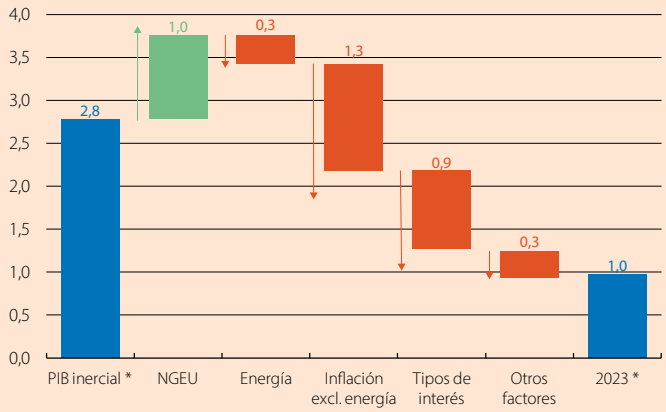
Para el conjunto de 2022, prevemos que la economía crezca un 4,5%. Sin embargo, detrás de esta cifra, se esconde un perfil que ha ido de más a menos. Si en el 2T el crecimiento del PIB fue del 1,5% intertrimestral, en el 3T la economía ha crecido solamente un 0,2% intertrimestral y prevemos que se produzca una ligera contracción en el 4T.

Un 2023 con un crecimiento muy modesto

Para ilustrar qué hay detrás de nuestras perspectivas para la economía española en 2023, hemos desglosado nuestra previsión de crecimiento del PIB del 1,0% según las contribuciones de sus principales determinantes (véase el primer gráfico). En ausencia del conflicto geopolítico, las perspectivas para 2023 hubieran sido bastante halagüeñas: el impulso cíclico por el efecto de recuperación económica y el impacto de los fondos europeos hubieran llevado a la economía a crecer a tasas cercanas al 4%.

Sin embargo, la crisis energética ha incrementado los precios de la energía, ha acarreado un fuerte aumento de la inflación y ha propiciado un aumento agresivo de los tipos de interés. Si bien prevemos que el impacto adverso del aumento de los precios de la energía sobre el crecimiento económico haya tenido su impacto máximo en 2022, es en 2023 donde prevemos que el impacto del aumento de la inflación y de los tipos de interés alcance su máxima expresión.

PIB 2023: desglose del crecimiento
(p. p.)



Notas: ** Variación anual (%). El PIB inercial se calcula mediante una regresión de la variación anual del PIB frente al primer retardo de este y la brecha de producción del año anterior. El retardo captura la inercia habitual del PIB, mientras que la brecha de producción captura el impulso del que goza la economía según el punto cíclico en el que se encuentra.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.*

Empezando por el lado de los precios de la energía, el precio del gas natural en el mercado MIBGAS ha pasado de un promedio cercano a 50 €/MW en 2021 a un promedio de cerca de 110 €/MW entre enero y septiembre de 2022, algo más del doble. Para 2023, prevemos que el precio siga escalando, aunque en menor medida.[2] Debido a que el encarecimiento energético fue más pronunciado en 2022 que el que se espera en 2023, el aumento de los precios de la energía ha tenido un impacto más fuerte en 2022, donde estimamos que ha restado algo más de 1 p. p. al crecimiento del PIB, que el que se espera que tenga en 2023 (impacto de –0,3 p. p.). Hay que destacar, no obstante, que la caída reciente del precio del gas debido a las medidas anunciadas por la Comisión Europea para topar su precio y las elevadas temperaturas que se están registrando, de momento, en otoño, podrían implicar menores precios de la energía en 2023 que los contemplados en nuestro escenario y, por ende, un menor impacto de este factor sobre el crecimiento.

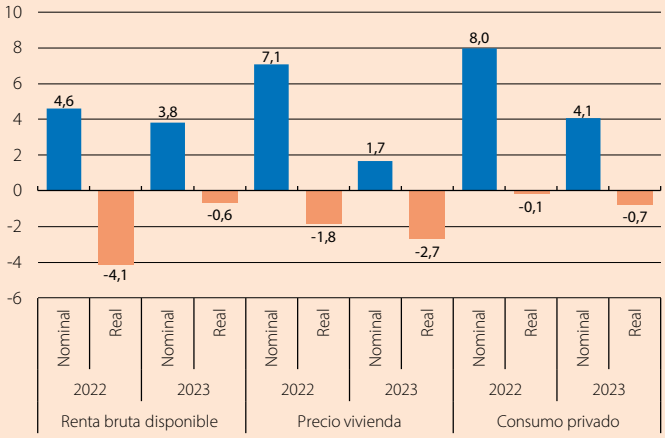
1. El 9% de nuestras importaciones de gas en 2021 provenían de Rusia, frente al 65% de Alemania y el 38% de Italia.
2. El precio del barril de Brent escaló de un promedio de cerca de 60 €/barril en 2021 hasta un promedio de cerca de 95 €/barril entre enero y septiembre de 2022, pero prevemos que en 2023 el precio del petróleo se mantenga muy cerca de esta cota, por lo que su contribución al crecimiento de 2023 sería prácticamente nula.

Segundo, se espera que la inflación, sin el componente energético, se mantenga aún en cotas elevadas, cerca del 5%, debido, en gran medida, al efecto indirecto que el aumento de los precios de la energía tiene sobre el resto de los componentes de la cesta. Según nuestras estimaciones, este canal podría restar alrededor de 1,3 p. p. al crecimiento. Esta valoración acumula, en cierta medida, el aumento de la inflación del año anterior. Pensemos en términos de expectativas: si en un principio el repunte de la inflación se pudo tomar como pasajero, el impacto sobre el crecimiento en los estados iniciales del *shock* debería haber sido pequeño, dado que los agentes no ajustan demasiado sus decisiones de gasto. Pasado un tiempo, cuando los agentes internalizan la mayor persistencia del repunte de precios, las decisiones de gasto se ajustan en mayor medida y aflora un mayor impacto macroeconómico.

Finalmente, el ciclo de subidas de tipos que inició el BCE en julio de 2022 tendrá su impacto máximo en 2023, puesto que su efecto sobre el crecimiento tarda unos trimestres en materializarse completamente, y se espera que reste casi 1 p. p. al crecimiento del PIB en 2023. Cabe recordar que se espera que el BCE suba los tipos en alrededor de 300 p. b. entre julio de 2022 y marzo de 2023, una subida de una magnitud y una velocidad no vistas en todo el tiempo que lleva circulando el euro.

Proyecciones de crecimiento del consumo privado y sus determinantes *

Variación interanual (%)



Nota: ** Previsión para 2022 y 2023 según previsiones de CaixaBank Research a octubre de 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

La elevada inflación y el aumento de tipos pasarán factura al consumo privado en 2023

Acabamos nuestra singladura analizando el impacto de la inflación sobre el poder adquisitivo y la evolución esperada del consumo de los hogares. Tal y como se puede observar en el segundo gráfico, se espera que la inflación tenga un impacto negativo sustancial sobre la capacidad adquisitiva de los hogares dada la importante caída de la renta bruta disponible en términos reales en 2022, que no prevemos que se recupere en 2023. Asimismo, la subida de tipos de interés que comentábamos anteriormente también afectará al consumo, puesto que aquellos hogares con préstamos expuestos a fluctuaciones en los tipos de interés tendrán que dedicar un mayor porcentaje de su renta a servir los pagos de los mismos. De este modo, la pérdida de capacidad adquisitiva y el aumento de los tipos nos hace prever que el consumo real se mantendrá prácticamente estancado en 2022 y anotará probablemente una tasa de crecimiento negativa en 2023, que podría ser algo superior al –0,5%.[3] Esta caída no solo reflejaría la evolución de los determinantes del consumo en 2023, sino que también capturaría el cambio en las expectativas acerca de la persistencia de los *shocks* experimentados en 2022.

En definitiva, 2023 se presenta cargado de retos. Se prevé que el crecimiento se ralentice a medida que la economía se ajuste a la crisis energética que estamos experimentando. Con este trasfondo, tan solo podemos desear que todos estos ajustes nos conduzcan a una economía mejor preparada para hacer frente a desafíos venideros.

Oriol Carreras

3. Se trata de un modelo de regresión lineal en dos etapas. Primero se estima la relación de largo plazo entre el consumo y sus determinantes: la renta bruta disponible, la riqueza financiera neta de los hogares, el precio de la vivienda y el tipo de interés soberano de largo plazo (todas las variables en logaritmos, excepto el tipo de interés, y deflactadas por el IPC). Luego se estima una regresión entre el crecimiento intertrimestral del consumo y la variación intertrimestral del empleo, los salarios y el residuo de la ecuación de la primera etapa. Los dos primeros factores capturan el impacto a corto plazo de estas variables sobre el consumo, mientras que el último factor captura la tendencia del consumo a retornar a su tendencia de largo plazo determinada por sus fundamentales.

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:

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