

# IM01

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 474 | ENERO 2023



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

---

*Buscando un aterrizaje suave*

*La reducción del balance del BCE en 2023*

*Sobre lo incierto del tipo de interés neutral*

*UE y China: mapas de una interdependencia estratégica II*

*La paradoja del mercado laboral portugués: elevado paro de larga duración y récord de empleos vacantes*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

*Las perspectivas en perspectiva*

*La evolución reciente del peso de las rentas del trabajo*

*Un nuevo plan de choque para mitigar la inflación: todas las claves*

## INFORME MENSUAL

Enero 2023

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto: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

#### Adrià Morron Salmeron y

#### Nuria Bustamante

Coordinadores del *Informe Mensual*

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financieros>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

10 de enero de 2023

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La reducción del balance del BCE en 2023*

11 *Sobre lo incierto del tipo de interés neutral*

Eduard Llorens i Jimeno y Antonio Montilla

### 14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *UE y China: mapas de una interdependencia estratégica II*

Luís Pinheiro de Matos

### 21 ECONOMÍA ESPAÑOLA

23 *La evolución reciente del peso de las rentas del trabajo*

Oriol Carreras

25 *Un nuevo plan de choque para mitigar la inflación: todas las claves*

Javier García-Arenas

### 28 ECONOMÍA PORTUGUESA

29 *La paradoja del mercado laboral portugués: elevado paro de larga duración y récord de empleos vacantes*

Vânia Duarte

## Las perspectivas en perspectiva

No es sencillo encontrar una palabra con la que resumir el escenario previsto para la economía española. Sin lugar a duda, no parece que estemos a punto de iniciar un ciclo de elevado crecimiento del PIB y del empleo. Pero tampoco parece que la economía vaya a adentrarse en una recesión profunda o prolongada. Los *shocks* de los últimos años y la existencia de varios elementos que empujan a la economía en sentidos opuestos hacen que el contexto actual sea especialmente difícil de valorar.

En conjunto, lo más probable es que el crecimiento del PIB y el del empleo se mantengan en cotas positivas pero modestas. Concretamente, para el bienio 2023-2024, esperamos que el crecimiento del PIB se sitúe alrededor del 3% en el acumulado de estos dos años y el del empleo, alrededor del 2%. Respecto a la inflación, variable clave en el contexto actual, todo apunta a que seguirá moderándose y, en promedio, podría situarse alrededor del 3,5% durante estos dos años.

Entre los elementos que seguirán impulsando el crecimiento de la actividad y del empleo, destacan el despliegue de los fondos europeos NGEU y la recuperación del turismo internacional, especialmente el de largo alcance. En sentido contrario, actuarán el aumento de los tipos de interés y la inflación, que, aunque se moderará, se mantendrá en cotas elevadas.

La incertidumbre que rodea el escenario sigue siendo muy elevada. El peso que acabe teniendo cada uno de estos elementos será determinante. Por ejemplo, la inflación podría moderarse más rápidamente si la presión sobre los precios de la energía remite antes de lo esperado. La caída de los precios del petróleo y del gas que se ha producido durante las últimas semanas apuntaría en esta dirección. De confirmarse, ello supondría un importante alivio para el consumo de los hogares. Pero, por otro lado, también parece que el BCE subirá los tipos de interés más de lo que preveíamos antes de su reunión de diciembre.

Comparar dónde nos dejaría este escenario con lo que esperábamos el año pasado, o antes de la pandemia, nos ayuda a situarnos mejor. En términos de crecimiento, la fotografía no es positiva. Según el escenario actual, en 2024 el PIB se encontrará algo más de 1 p. p. por encima del nivel de 2019. En cambio, hace un año, antes de que estallara la guerra en Ucrania, esperábamos que en 2024 el PIB se situaría cerca de 4 p. p. por encima de la cota de 2019. Si revisamos las previsiones de crecimiento que manejábamos a principios de 2020, antes de que estallara la pandemia, constatamos que entonces esperábamos que en 2024 el PIB habría crecido más de un 5% durante estos años.

El mensaje que arrojan los datos de empleo es muy distinto. Según el escenario actual, en 2024 este se situará un 5% por encima de los niveles de 2019, una cifra muy similar a la que CaixaBank Research esperaba a principios de 2020, antes de que estallara la pandemia y la guerra en Ucrania. A pesar de las adversidades de los últimos años, el comportamiento del empleo ha sido, y se espera que siga siendo, muy resiliente.

Finalmente, donde ha habido una mayor sorpresa ha sido en la evolución de los precios de los bienes y servicios que consumen los hogares. Según el escenario actual, de moderación gradual de la inflación, en 2024 el índice de precios al consumo se situará cerca de un 20% por encima de los niveles de 2019. Hace un año se esperaba que en este periodo el aumento sería del 10%, una cifra algo superior a la que se esperaba a principios de 2020, del 8,3%, concretamente.

Valorar adecuadamente la situación en la que nos encontramos requiere tomar perspectiva. En función del punto de referencia que tomamos o de la variable a la que nos referimos, las sensaciones pueden ser distintas. Si bien la evolución del crecimiento y la inflación nos ha sorprendido negativamente, el empleo está resistiendo de forma muy positiva a las adversidades.

**Oriol Aspachs**  
Enero 2023

## Cronología

### DICIEMBRE 2022

- 14 La Fed sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b.
- 15 El BCE sube los tipos de interés oficiales en 50 p. b. y anuncia que reducirá las reinversiones del APP.

### 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.

### NOVIEMBRE 2022

- 2 La Fed sube los tipos de interés oficiales en 75 p. b.
- 15 La población mundial alcanza los 8.000 millones de personas.

### 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 gasoductos 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.

## Agenda

### ENERO 2023

- 3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 6 Portugal: empleo y desempleo (noviembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).
- 9 Portugal: cifra de negocios en la industria (noviembre).
- 11 España: cuentas financieras (3T).
- 23 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
- 26 EE. UU.: PIB (4T y 2022).  
España: encuesta de población activa (4T).
- 27 España: avance del PIB (4T).
- 30 Portugal: indicador de confianza de empresas y consumidores (enero).  
España: avance del IPC (enero).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
- 31 Portugal: avance del PIB (4T).  
Portugal: avance del IPC (enero).  
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).
- 31-1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.

### FEBRERO 2023

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 8 Portugal: empleo y desempleo (4T).
- 9 Portugal: cifra de negocios en la industria y servicios (diciembre).
- 10 Portugal: costes laborales (febrero).
- 14 Japón: PIB (4T).
- 16 España: comercio exterior (diciembre).
- 24 España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).
- 27 Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).
- 28 España: avance del IPC (febrero).  
España: balanza de pagos (diciembre).  
Portugal: desglose del PIB (4T).  
Portugal: avance del IPC (febrero).

## Buscando un aterrizaje suave

La economía internacional ha entrado en el nuevo año con unas constantes vitales que reflejan la acumulación de *shocks* negativos desde principios de 2020, pero con síntomas de mejora en la evolución de los desequilibrios macroeconómicos, a la espera de cómo termine el proceso de enfriamiento de la actividad que se está produciendo en las tres grandes áreas económicas (EE. UU., China y la eurozona). La noticia positiva es que va disminuyendo la probabilidad de que la intensa desaceleración del crecimiento termine en una recesión global a corto plazo, como se temía a la vuelta del verano. Detrás de la estabilización del escenario se encuentra la fortaleza del mercado de trabajo, el buen comportamiento de los precios de la energía en el último trimestre, la contención de las expectativas de los agentes tras el fuerte empeoramiento que se produjo tras el inicio de la guerra y el apoyo de la política fiscal.

Lo que puede inclinar la balanza de los escenarios hacia un aterrizaje económico relativamente controlado, dejando atrás la temida estanflación, es el giro que se está produciendo en el comportamiento de la inflación desde los máximos de otoño. Es cierto que aún estamos muy lejos de los objetivos de los bancos centrales y el núcleo de la inflación todavía no ha empezado a ceder, mientras entramos en la fase de máximo riesgo para los potenciales efectos de segunda ronda (o al menos eso parece opinar el BCE). Pero la acumulación de sorpresas positivas en las últimas lecturas de precios supone un cambio respecto a la situación de hace solo unos meses, y ello refleja el enfriamiento de la demanda, la paulatina limpieza de los cuellos de botella y la efectividad de las respuestas de política energética en Europa. Si la brecha entre oferta y demanda mundial se sigue cerrando, la primera parte del proceso de corrección de precios se podría cerrar en verano de este año, con la inflación aproximándose al 4%, tanto en EE. UU. como en la eurozona. Otra cosa es que eso sea suficiente para los bancos centrales, especialmente si no hay noticias positivas en la evolución de los componentes más tendenciales en los próximos meses. Esas dudas que parecen mostrar las autoridades monetarias (especialmente el BCE en su última reunión) sobre la segunda etapa del proceso desinflacionista es la otra cara de la moneda a la hora de ajustar los escenarios económicos para 2023. Unos tipos de interés cercanos al 4% en la eurozona y por encima del 5% en EE. UU. podrían cambiar el perfil y la intensidad del crecimiento y desplazar el enfriamiento de la actividad a la segunda parte del año. De momento, a juzgar por el comportamiento de los mercados en las primeras sesiones del año, no es el escenario que estarían anticipando los inversores, teniendo

en cuenta las subidas en renta variable y las caídas de rentabilidades que se están produciendo a lo largo de toda la curva de tipos de interés.

En definitiva, el punto de partida de cara al 2023 parece más esperanzador que lo anticipado a la vuelta del verano, como pondrían de manifiesto las revisiones al alza de las previsiones de crecimiento que estamos viendo en las últimas semanas. Aun así debemos ser conscientes de que el escenario continúa siendo extremadamente complejo, teniendo en cuenta la potencial interacción de factores como: los últimos coletazos del proceso de endurecimiento monetario global, el final de la política de COVID cero en China o la evolución de la guerra en Ucrania. En eso consiste precisamente una policrisis como la actual, en la acumulación de perturbaciones de naturaleza muy diferente, con un potencial desestabilizador conjunto superior a la suma de las partes. Pero, de momento, es muy destacable la capacidad de absorción de todas estas perturbaciones por parte de la economía mundial.

**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
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
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	4,74	4,75	3,50
Líbor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,62	4,30	4,00	3,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,50	3,00
<b>Euro</b>							
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	1,58	2,47	2,17
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	2,53	2,23
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	2,59	2,29
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	2,66	2,40
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	2,73	2,51
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	2,25	2,25
Deuda pública 10 años	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,14	2,70	2,70
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	2,77	2,80
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,04	3,05
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,19	3,80	3,70
Prima de riesgo	11	164	62	73	105	110	100
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,45	3,02	3,08
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,28	3,30
Deuda pública 10 años	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,75
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	115	105
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,05	1,10
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,5	94,0	83,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,9	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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,3	-3,0	6,0	3,1	2,7	3,4
<b>Países desarrollados</b>	2,6	1,4	-4,4	5,2	2,6	1,0	1,7
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	1,6	1,1	1,7
Eurozona	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,2	0,2	1,6
Alemania	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,8	-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	6,7	3,7	-0,2	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	0,5	2,0
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	-11,0	7,5	4,3	-1,5	-0,4
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,5	4,9	-1,9	6,6	3,5	3,9	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	4,1	1,0	4,8
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	0,7	3,1	7,2	4,0	2,0
Estados Unidos	2,8	1,8	1,2	4,7	8,0	3,4	2,0
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,1	2,1
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	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	8,7	4,8	2,0
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,7	2,2
España	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	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
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,9	9,7	7,4	5,6
China	1,7	2,6	2,5	0,9	1,9	1,8	1,6
India	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	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	1,9	3,7	5,2	11,9	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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,6	0,0	-12,4	6,0	1,9	0,7	2,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,5	2,9	-1,8	0,7	0,7
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	5,2	1,7	2,1
Bienes de equipo	4,9	0,1	-13,3	6,3	6,2	0,5	3,1
Construcción	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,3	2,5	1,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,9	-0,3	-4,5	4,9	1,6	0,9	1,9
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	-19,9	14,4	17,9	2,3	1,9
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	-14,9	13,9	9,3	2,4	1,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-11,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,7	0,6	1,3
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	8,4	4,5	2,3
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,7	3,1	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,5	0,5	1,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	0,5	-6,9	4,7	5,9	0,9	1,5
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,1	0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	1,2	1,2	8,1
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	4,5	0,8	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	-18,8	13,5	17,1	4,3	6,0
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	-11,8	13,3	10,9	4,8	7,0
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-8,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,5	-1,9	2,7	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	7,8	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



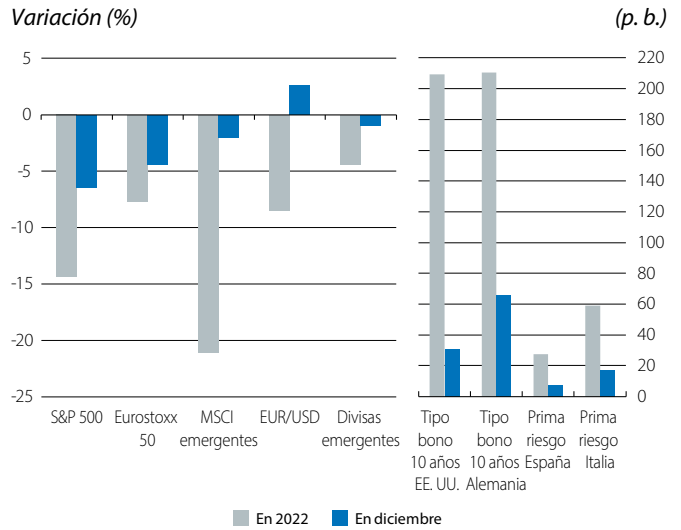
## Cierre de año rojo en los mercados financieros

**El foco del inversor en diciembre pasa del «pivote» al *hard landing*.** Los últimos compases de 2022 estuvieron marcados por un menor apetito por el riesgo y caídas en los principales activos financieros, acortando las ganancias que se habían registrado durante buena parte del otoño. El principal factor fue el endurecimiento en la retórica *hawkish* por parte de los bancos centrales, quienes reiteraron su intención de seguir subiendo los tipos oficiales en los próximos meses y rebajaron las expectativas de un posible fin del endurecimiento monetario. Entre tanto, las expectativas de tipos más elevados, junto a las señales de enfriamiento en la mayoría de los datos económicos, revivieron los temores entre los inversores sobre una posible recesión mundial, o *hard landing*, lo que agudizó las pérdidas en las bolsas internacionales, en los bonos públicos y otros activos de renta fija. Del lado positivo, los mercados de materias primas cerraron el año con cierta estabilización en el precio de los principales referentes, si bien bajo la volatilidad e incertidumbre asociadas a la prolongación de la guerra en Ucrania.

**El BCE, al frente de los halcones.** Entre los principales bancos centrales, el BCE destacó con un marcado endurecimiento en el discurso *hawkish* durante su última reunión a mediados de diciembre. Y es que, a pesar de moderar el ritmo de subidas en los tipos oficiales desde los 75 p. b. hasta los 50 p. b. (*depo* en el 2,00% y *refi* en el 2,50%), la institución sorprendió al señalar que serán necesarios incrementos adicionales, en magnitudes significativas y a un ritmo sostenido, lo que, según la propia presidenta Christine Lagarde, sería coherente con un nivel terminal del *depo* superior al 3,0%. Asimismo, el BCE anunció las pautas para la reducción de la cartera de bonos en su programa de activos APP a partir de marzo (a un ritmo inicial de 15.000 millones mensuales), lo que, junto con los vencimientos y pagos anticipados de los préstamos TLTRO, implicará una reducción importante en el tamaño del balance (véase el Focus «[La reducción del balance del BCE en 2023](#)» en este mismo informe). Los anuncios se reflejaron en una revisión al alza en las expectativas de tipos implícitas en los mercados monetarios y un ascenso en la rentabilidad de los bonos soberanos, más marcado en la deuda periférica. Por otra parte, otros bancos centrales europeos, como el Banco de Inglaterra, el sueco Riksbank y el noruego Norges Bank, también anunciaron subidas de tipos más moderadas en diciembre, si bien apuntando a ajustes adicionales en los próximos meses.

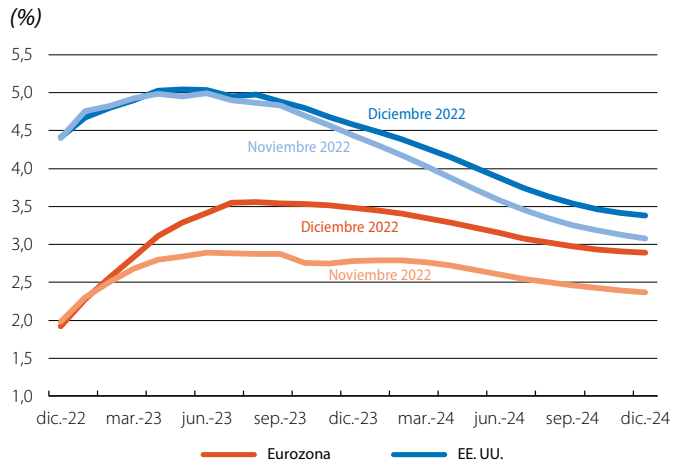
**La Fed también apunta a más subidas, aunque los inversores lo ponen en duda.** En una línea similar, la Reserva Federal subió los tipos de interés oficiales también en 50 p. b. hasta el intervalo 4,25%-4,50% y anunció más subidas durante 2023. En concreto, y de acuerdo con lo publicado en el gráfico de previsiones (*dot plot*), la mayoría de los miembros del FOMC estiman que será necesario subir los tipos oficiales 75 p. b. hasta el intervalo 5,00%-5,25%, ligeramente superior a lo esperado en septiembre y mucho mayor a lo previsto hace apenas un año. El

### Variables financieras seleccionadas



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

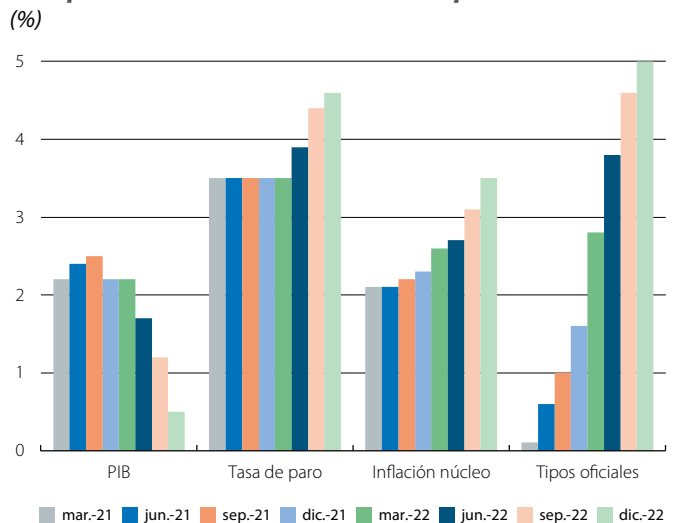
### Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



Nota: Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado.

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

### Fed: previsiones macroeconómicas para 2023



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

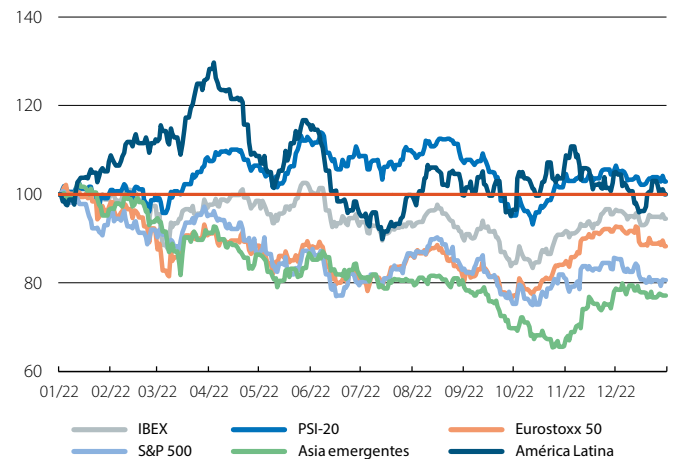
anuncio estuvo en línea con lo ya telegrafiado en los mensajes de los miembros del FOMC, y, por lo tanto, no alteró significativamente las expectativas de los inversores en cuanto a la evolución de los tipos oficiales. De hecho, los mercados monetarios siguen cotizando que el ciclo de rebajas de tipos probablemente empezará en la segunda mitad del año. Por su parte, y a pesar del menor apetito por el riesgo, el dólar se mantuvo prácticamente plano en diciembre; frente al euro cotiza en torno al 1,06, el nivel más elevado desde verano y lejos de la paridad que caracterizó a los últimos meses. Mientras tanto, el yen japonés se apreció en el mes de forma notable tras la decisión inesperada del Banco de Japón de flexibilizar algunos de los parámetros de su política de control de la curva de tipos soberanos (*yield curve control*), con un incremento del límite superior aplicado a la rentabilidad del bono público con vencimiento a 10 años, desde el 0,25% hasta el 0,50%.

**Pérdidas abultadas en las bolsas.** En este contexto, el rally otoñal experimentado por la renta variable fue perdiendo intensidad y los principales índices bursátiles finalizaron el año en negativo. En las economías avanzadas, los índices estadounidenses lideraron los descensos (S&P 500 -6% en diciembre y -20% anual), seguidos de los europeos (EuroStoxx50 -4% y -12%, respectivamente), donde la composición sectorial de los índices, más defensiva que en EE. UU. (es decir, menos sensible al ciclo económico), amortiguó las caídas del agregado anual. En las economías emergentes las pérdidas también fueron abultadas, con las bolsas chinas cediendo cerca de un 20%, en un contexto de menor crecimiento económico y deterioro de los flujos de inversión de las carteras extranjeras. De cara al nuevo año, el consenso de analistas prevé un menor crecimiento de los beneficios empresariales en EE. UU. y Europa, resultado del debilitamiento de la demanda agregada y la extensión de los tipos de interés restrictivos, aspecto que puede mermar el efecto positivo de la reapertura de China.

**Los precios de la energía se moderan.** Al contrario de lo ocurrido durante gran parte del año, los precios de la energía se estabilizaron en diciembre y durante las primeras sesiones de enero. El precio del gas natural europeo se abarató hasta situarse sobre los niveles de 2021, debido a unas temperaturas más suaves de lo previsto en el hemisferio norte y al elevado nivel de reservas de gas en Europa, que disipaba los riesgos de racionamiento de los suministros. Adicionalmente, en diciembre la UE acordó el establecimiento de un tope al precio del gas, que se activará si, al menos durante tres sesiones consecutivas, el precio del gas (TTF holandés) superase los 180 euros el MWh y si el diferencial respecto a los precios del gas natural licuado rebasara los 35 euros. Por su parte, el precio del petróleo Brent descendió en los primeros compases de enero hasta los 80 dólares por barril, ante la combinación del aumento de la producción en EE. UU. y Nigeria y las dudas sobre el posible debilitamiento de la demanda ante el incremento de los contagios COVID en China. El anuncio de Rusia de reducción del bombeo de petróleo en un 6% durante 2023 y la prohibición de exportaciones a los países que impusieron el tope al precio de su crudo apenas tuvo repercusión en el precio.

**Principales bolsas internacionales**

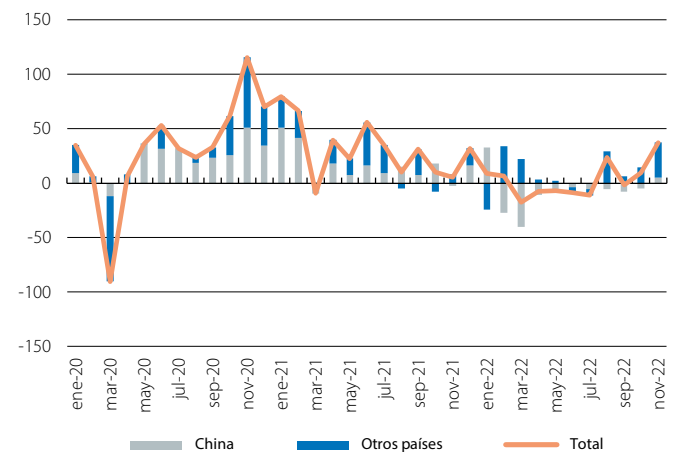
Índice (100 = enero 2022)



Nota: Datos a 31 de diciembre. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Flujos netos de capital hacia economías emergentes**

(Miles de millones de dólares)

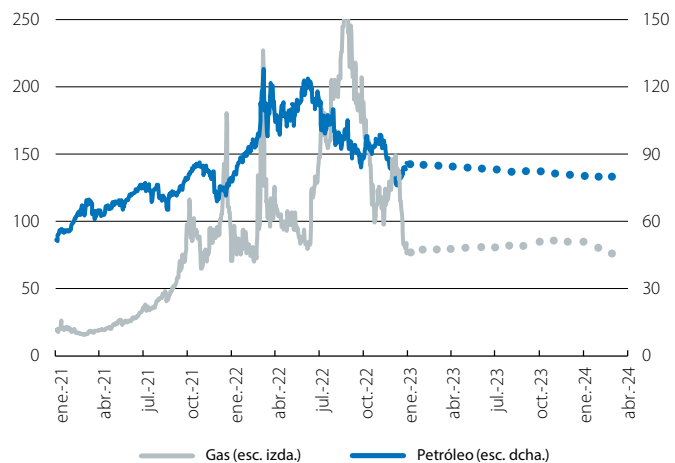


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precios del gas y del petróleo**

(€/MWh)

(\$/barril)



Notas: Gas Natural TTF y petróleo Brent. Los puntos señalan precios de los contratos futuros de gas y petróleo para los meses de enero de 2023 hasta abril de 2024 al cierre del 30 de diciembre de 2022. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## La reducción del balance del BCE en 2023

El balance del BCE llegó a casi el 70% del PIB de la eurozona a mediados de 2022, un incremento muy sustancial respecto al que era su tamaño habitual antes de iniciar compras de activos y préstamos a largo plazo a gran escala (por ejemplo, 20% a finales de 2014). Con estas medidas no convencionales, la eurozona ha vivido durante años en un entorno de muy bajos tipos de interés. Hasta que llegó 2022 y el BCE subió sus tipos oficiales en 250 p. b. entre julio y diciembre. En 2023, no solo tendrán continuidad estos incrementos de tipos, sino que el BCE también reducirá el tamaño del balance. ¿Cómo funcionará esta reducción y qué consecuencias puede tener sobre la deuda soberana?

### Dos palancas para disminuir el balance: TLTRO-III y APP

A finales de 2022, el balance del BCE ya se había reducido cerca de un 10% por distintas devoluciones anticipadas de préstamos TLTRO-III,<sup>1</sup> después de que en octubre de 2022 se reajustaran sus condiciones. Las TLTRO-III seguirán cayendo en 2023, tanto por nuevas devoluciones anticipadas como, mecánicamente, por el propio vencimiento de los préstamos. A ello se le sumará la reducción de la cartera de bonos adquirida, desde el 2015, bajo el programa APP. El APP representa casi un 40% del balance del BCE<sup>2</sup> y en su mayoría (80%) consta de bonos de deuda soberana de los países de la eurozona. Aunque el BCE ya no realiza compras netas desde julio de 2022, hasta el momento el tamaño de los activos en balance se ha mantenido estable gracias a las reinversiones: cuando vence un bono en manos del banco central, este utiliza los pagos recibidos para comprar nuevos bonos y mantener constante la cartera. Sin embargo, el pasado 15 de diciembre se anunció el inicio del fin de estas reinversiones: entre marzo y junio de 2023 el BCE dejará que venzan 15.000 millones de euros (en promedio mensual) sin reinvertirlos, es decir, reducirá las reinversiones en casi un 50% (véase el primer gráfico).

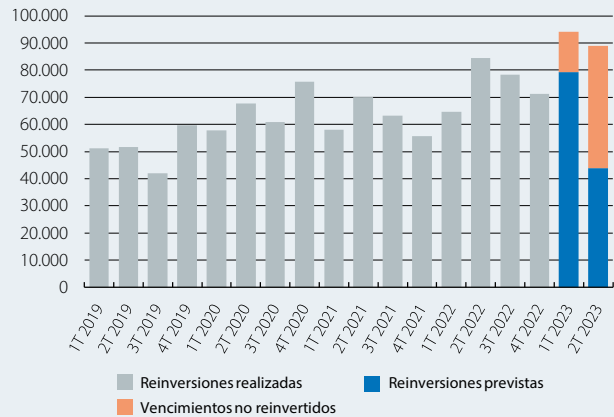
Más allá de junio de 2023, el BCE irá ajustando esta referencia de 15.000 millones y, en un contexto de endurecimiento monetario, cabe esperar que se vaya elevando el umbral hasta llevar las reinversiones a cero. Esto, sumado a nuevas devoluciones de las TLTRO-III, podría reducir el balance del BCE en un 15% a lo largo de 2023 o, en otras palabras, llevarlo hasta el 50% del PIB de la eurozona, todavía por encima de niveles prepandemia (véase el segundo gráfico).<sup>3</sup>

1. Las TLTRO son préstamos a largo plazo concedidos por el BCE al sector bancario.

2. El otro gran programa de compras, el PEPP, lanzado en pandemia, representa el 20%. En total, bajo PEPP y APP, los bonos soberanos en manos del Eurosistema se elevaban hasta los 4,2 billones de euros hacia finales de 2022.

3. Esta proyección asume que el BCE reduce las reinversiones del APP hasta el 30% en el 3T 2023 y el 0% en el 4T 2023. Esto explica el 20% de la disminución proyectada del balance. En cuanto a las TLTRO-III, responsables del 80% restante, la reducción proyectada solo contempla la devolución de todos los préstamos que vencen en 2023 (que son la mayoría).

### BCE: vencimientos y reinversiones del APP (Millones de euros)



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

### BCE: tamaño del balance (% del PIB de la eurozona)



Nota: Para 2023, se presentan estimaciones basadas en proyecciones propias de PIB, fin de las reinversiones del APP y devoluciones de las TLTRO-III.

Fuente: CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos del BCE.

### Consecuencias: necesidades de financiación y tipos de interés

La expansión del balance convirtió al BCE en un importante agente del mercado de bonos y, además, fue de la mano de menores tipos de interés. Así, su reducción en 2023 hace necesario preguntarse qué impacto puede tener sobre las necesidades de financiación de los tesoros y los tipos de interés.

A partir de la proyección anterior sobre el balance, podemos comparar las necesidades de financiación de los tesoros nacionales entre 2022 y 2023. La diferencia clave entre ambos años es que en 2022 el BCE todavía realizaba compras netas bajo los programas APP y PEPP y, por lo tanto, absorbía necesidades de financiación brutas (con las reinversiones) y netas. En cambio, en 2023 el BCE no solo no realizará compras netas, sino que al reducir las reinversiones dejará de cubrir parte de las emisiones que se realizan por motivos de amortización. Como muestra el

tercer gráfico, ante la retirada del BCE, aumentarán las emisiones que los tesoros deberán colocar a otros agentes.<sup>4</sup> El impacto no es menos apreciable, pero deja cifras manejables. Por ejemplo, las necesidades netas de financiación en el mercado de España quedan en un 5% del PIB, por encima del promedio de 2015-2019 (-1,3%, con un BCE muy activo en la compra de deuda y un déficit que no era tan alto) pero por debajo de las necesidades promedio en 2008-2014 (6,9%). Además, hay que tener en cuenta que en 2023 el BCE seguirá muy presente en los mercados a través de las reinversiones del PEPP, así como el buen historial de colocación de emisiones que han mantenido los tesoros en unos últimos años que no han estado precisamente libres de volatilidad.

A su vez, el aumento en las necesidades de colocación de deuda puede generar cierta presión en los tipos de interés de mercado. Para cuantificar esta presión, utilizamos nuestro modelo de tipos de interés macro o *fair value*.<sup>5</sup> La idea detrás de estos modelos es que el tipo de interés de la deuda pública depende de los fundamentos macroeconómicos del país en cuestión y del entorno global. Por ejemplo, la capacidad de pago depende del nivel de endeudamiento, las expectativas sobre el superávit o déficit público y el crecimiento futuro de la economía. Asimismo, la situación de la economía europea en su conjunto determina la política monetaria que fija el BCE, con la que influncia toda la constelación de tipos de interés. Con estos ingredientes, y a partir de las relaciones históricas entre ellos, podemos estimar el tipo de interés soberano coherente con los fundamentos macroeconómicos.<sup>6,7</sup> Este «tipo macro» nos permite estudiar la sensibilidad de los tipos de interés a cambios en el escenario, como un deterioro en las perspectivas de crecimiento o, como en el caso que nos ocupa, una reducción en la deuda soberana en manos del Eurosistema. Según este ejercicio, el fin de las reinversiones del APP debería ejercer una presión contenida sobre los tipos de interés soberanos en 2023, tanto en las economías del núcleo de la eurozona como en las de la periferia.

En conjunto, pues, el análisis sugiere que en 2023 la reducción del balance del BCE acompañará, más que intensifi-

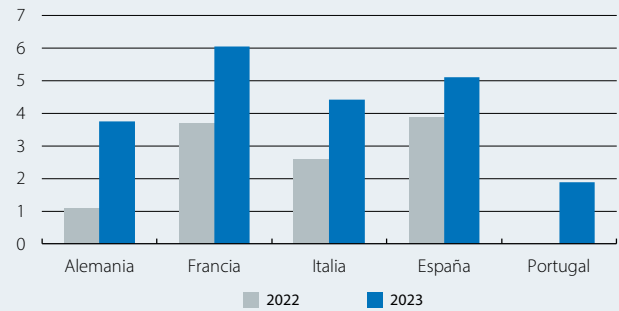
4. A diferencia de los otros países, el tensionamiento en Alemania y Francia se acentúa por aumentos del déficit público.

5. Véase el Focus «La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés» en el IM10/2020.

6. Estimamos regresiones individuales para los tipos soberanos a 10 años de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal con las siguientes variables explicativas: expectativas del euríbor a 3 meses, del crecimiento real del PIB y de la inflación, la ratio de deuda pública sobre el PIB, un indicador de volatilidad bursátil, el tipo soberano estadounidense a 10 años, las compras de activos que el BCE acumula en su balance desde 2015 y un indicador de tensiones en la eurozona (variable binaria que es igual a 1 si una prima de riesgo soberana se tensiona significativamente).

7. El impacto estimado es parcial. Es decir, contempla el efecto directo de una reducción de los bonos en manos del BCE, pero no el efecto indirecto que esta pueda tener sobre las condiciones financieras globales o las perspectivas de PIB e inflación. Tampoco contempla efectos indirectos de las devoluciones de TLTRO-III.

**Tesoros UE: emisiones de bonos netas ± BCE \***  
(% del PIB)

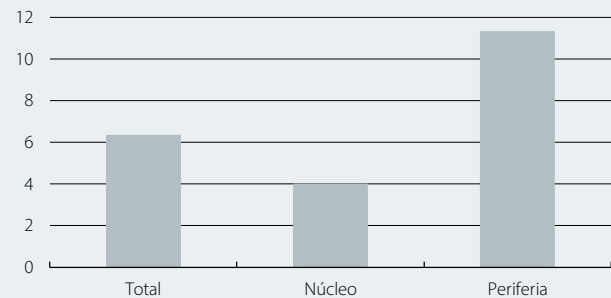


**Notas:** \* Emisiones netas de amortizaciones. En 2022, se descuentan las compras netas del BCE (QE de PEPP + APP) y en 2023 se añaden los vencimientos de bonos en la cartera del BCE que no se reinvertirán (QT de APP). El BCE inicia la reducción de la cartera del APP en marzo de 2023 y reduce las reinversiones al 55% hasta junio (según lo anunciado), y se asume que bajan al 30% en los tres siguientes meses y luego al 0%.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de los Tesoros nacionales, de Bloomberg y de AMECO.

**Eurozona: impacto del QT sobre los tipos soberanos a 10 años**

(p. b.)



**Notas:** El total corresponde al promedio ponderado de Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Países Bajos (núcleo), y España, Irlanda, Italia y Portugal (periferia). Estimaciones a partir de modelos del tipo de interés a 10 años *fair value* de cada país según indicadores de condiciones financieras globales, política monetaria convencional y no convencional del BCE, ratios de deuda pública y expectativas de crecimiento e inflación. El impacto se estima como la diferencia entre el *fair value* con QT y sin QT.

**Fuente:** CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Refinitiv, del BCE, de Eurostat y del Consensus Economics.

cará, el endurecimiento de las condiciones monetarias provocado por los incrementos de tipos oficiales. Y, si bien la experiencia de otras instituciones, como la Fed de EE. UU., muestra que pueden producirse episodios de volatilidad en los mercados con la retirada de los bancos centrales,<sup>8</sup> también deja claro que las autoridades monetarias tienen herramientas para restablecer el buen funcionamiento de los mercados en caso de ser necesario.

8. Véase el caso del mercado *repo* de EE. UU. en septiembre de 2019. Anbil, Sriya, Alyssa Anderson, y Zeynep Senyuz (2020). «What Happened in Money Markets in September 2019?». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

## Sobre lo incierto del tipo de interés neutral

La intensificación de las presiones inflacionistas, en el contexto de la COVID-19 y la invasión de Rusia en Ucrania, ha dado lugar al ajuste más restrictivo en la política monetaria de los países avanzados desde la década de 1980, con subidas de tipos oficiales aproximadamente de 300 p. b. y el cese de los programas de compras netas de activos.

A pesar de lo ya anunciado, lo cierto es que aún hay mucha incertidumbre sobre el nivel de llegada de los tipos oficiales, tanto en el ciclo de subida actual como en el largo plazo. En la eurozona, el BCE ha anticipado que subirá los tipos oficiales hasta «zona restrictiva», es decir, por encima del nivel que no estimularía ni contraería la economía, o tipo neutral, como usualmente se le denomina. Por su parte, en EE. UU. se estima que los tipos oficiales ya se encuentran en estos niveles restrictivos, y se espera que la Fed continúe subiéndolos en los próximos meses, si bien a un menor ritmo.

Dado el papel de referencia que tiene en los mercados financieros y en la economía en general, en este Focus nos preguntamos, ¿qué es y en qué nivel se sitúa el tan citado tipo neutral?

### Estimaciones de los tipos neutrales

Según la teoría económica, el tipo de interés neutral es aquel que equilibra la demanda agregada de una economía con su oferta agregada o, en otras palabras, la tasa de interés fijada por el banco central que permitiría a la economía operar a pleno empleo y con estabilidad de precios.

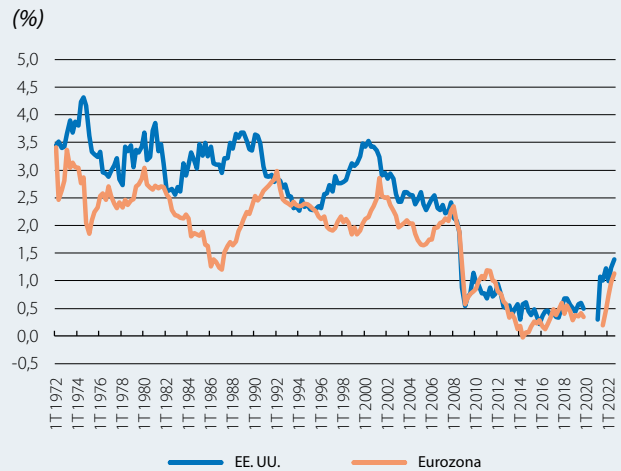
Profundizando en esta definición, es oportuno señalar que la estabilidad de precios se suele asociar, según los estatutos de los bancos centrales en los países avanzados, con una inflación que fluctúe en torno al 2,0% interanual. Asimismo, alcanzar el pleno empleo requeriría utilizar todos los recursos disponibles en la economía, o, lo que es lo mismo, que el PIB crezca según su potencial de largo plazo y la brecha de producción (*output gap* en inglés) sea inexistente.

De este modo, la definición del tipo de interés neutral se encuentra estrechamente ligada a la capacidad productiva de cada economía y, por tanto, a la evolución de los factores de producción (como la mano de obra, el capital o el avance tecnológico) que determinan el crecimiento potencial.<sup>1</sup> Así, es de esperar que aquellos países con un crecimiento potencial más elevado (por ejemplo, debido a una mayor innovación tecnológica o dinámicas demográficas más favorables) tengan un tipo neutral más alto.

Sin embargo, a diferencia de otras variables macroeconómicas, el PIB potencial y, por consiguiente, el tipo de inte-

1. Para más información sobre el PIB potencial y sus determinantes, véase el artículo «[PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?](#)» en el Dossier del IM05/2013.

Tipo de interés neutral real \*



**Nota:** \* Debido a la extraordinaria volatilidad del PIB real durante la COVID-19, no se muestran las estimaciones entre el 1T 2020 y el 4T 2020 para EE. UU., y entre el 1T 2020 y el 2T 2021 para la eurozona.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de Holston, K. et al. (2017).

rés neutral, no son observables, por lo que tienen que ser estimados. Para EE. UU., el votante mediano del FOMC ubica el tipo neutral (nominal) en torno al 2,5%, si bien con un rango de estimación entre el 2,3% y el 3,3%, según las previsiones más recientes (*dot plot*).<sup>2</sup> Por su parte, los implícitos de los mercados monetarios cotizan un tipo (nominal) que converge hacia el 3,0% en el largo plazo. Estas estimaciones, no obstante, son ligeramente inferiores a lo que sugiere un modelo empleado por la Fed de Nueva York, conocido como Holston-Laubach-Williams (HLW), un modelo que permite recoger las fluctuaciones de corto plazo del tipo neutral real.<sup>3</sup> Con el uso del código abierto de dicho modelo,<sup>4</sup> estimamos que el tipo neutral real en EE. UU. cerró el 3T 2022 en el 1,4%, lo que sería compatible con un tipo nominal de equilibrio en torno al 3,5% (véase el primer gráfico).

Para la eurozona, por su parte, los miembros del BCE han hecho alusión a estimaciones de un tipo neutral (nominal) alrededor del 2,0%, si bien la propia presidenta Christine Lagarde ha advertido sobre el elevado nivel de incertidumbre para estimarlo. De hecho, algunas voces dentro del Consejo de Gobierno han señalado que es probable que el tipo neutral haya aumentado este año, lo que refleja una brecha de producción positiva ante el desequilibrio entre demanda y oferta en el contexto de la guerra en Ucrania. En esta línea, los implícitos en los mercados

2. Véase el «Summary of Economic Projections» de diciembre de 2022.  
3. Este modelo utiliza un filtro de Kalman a partir de estimaciones del crecimiento potencial y de la brecha de producción. El modelo emplea como punto de partida series trimestrales del PIB real, la inflación subyacente y los tipos de interés monetarios. Para más detalle, véase Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». *Journal of International Economics*.  
4. Véase <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.

monetarios cotizan un tipo nominal de largo plazo que converge en torno al 2,5%.

Para comprobar esta hipótesis, replicamos el modelo HLW para la eurozona, tomando como base el algoritmo publicado por la Fed. El modelo sugiere que el tipo neutral real en la eurozona ha ascendido desde aproximadamente el 0,0% en el periodo previo a la pandemia hasta el 1,0% en el 3T 2022 (véase el primer gráfico), coherente con un tipo nominal de equilibrio del 3,0%. Según este modelo, el *output gap* en la economía del euro se ha ido ampliando y se ha ubicado en torno al 3,0% del PIB potencial en el 3T 2022, el máximo desde el inicio de la serie (1972).

**Pero: ¿equilibrio de corto o largo plazo?**

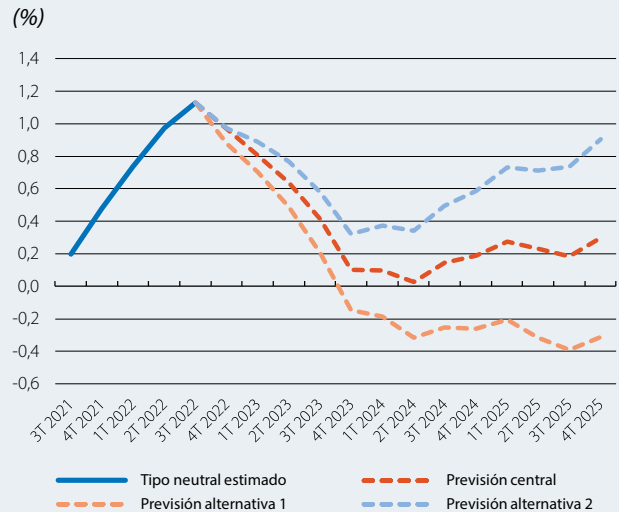
Así como lo señalan sus propios autores, la utilidad del modelo HLW se basa en su capacidad de estimar para cada periodo el nivel del tipo neutral real que sería necesario para equilibrar la oferta y la demanda agregada. Es decir, el tipo de interés real donde, en teoría, el PIB operaría en su potencial (brecha de producción = 0) y con estabilidad de precios.

Sin embargo, más que operar según su potencial, las economías tienden a fluctuar al compás del ciclo económico, con periodos donde se absorbe la capacidad inutilizada y se crece por encima del potencial, y otros donde ocurre lo contrario. En este sentido, la estimación de un tipo neutral relativamente elevado este año para EE. UU. y la eurozona indicaría la tasa de interés necesaria para cerrar el desequilibrio entre la oferta y la demanda, y así frenar las presiones alcistas en los precios. No debería sorprendernos que, en este contexto, los bancos centrales hayan decidido incrementar los tipos de forma tan contundente.

Ahora bien, aunque estas estimaciones resultan particularmente útiles para entender las medidas de política monetaria en el contexto actual, lo cierto es que en tiempos tan volátiles no son indicativas del tipo de interés de equilibrio a largo plazo, una vez el crecimiento económico converja a su potencial. De hecho, al extender las estimaciones usando las previsiones que manejamos para la eurozona (crecimiento, inflación y tipos de interés), el modelo sugeriría que el tipo real de equilibrio convergería al rango del 0,0%-0,5%, es decir, entre el 2,0% y el 2,5% en términos nominales.

El factor clave en estas estimaciones es lo que se asuma sobre la evolución del crecimiento potencial, y este, a su vez, recoge supuestos sobre la fuerza laboral (demografía y participación en el mercado laboral), el *stock* de capital (y, por tanto, inversión) y la innovación tecnológica, entre otros factores. Así, en un escenario alternativo donde el crecimiento potencial es la mitad en comparación con nuestra previsión central (0,6% versus 1,2%), debido a, por ejemplo, una destrucción permanente en el capital físico o una tasa de participación laboral estructuralmente infe-

**Eurozona: tipo de interés neutral real \***



**Notas:** \* El escenario de previsión central es compatible con las previsiones de crecimiento, inflación y tipos de interés que manejamos para la eurozona. Los escenarios alternativos 1 y 2 asumen que el crecimiento potencial es la mitad (0,6%) y 1,5 veces mayor (1,8%), respectivamente, que el coherente con nuestras previsiones (1,2%).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de Holston, K. et al. (2017) y previsiones propias para la eurozona.

rior, el tipo neutral real se situaría alrededor del -0,3%, es decir, 1,7% en términos nominales. En contraste, un crecimiento potencial 1,5 veces mayor (1,8% versus 1,2%), producto, por ejemplo, de un desarrollo tecnológico más intenso o de reformas estructurales de mayor envergadura, resultaría en un tipo neutral más elevado (véase el segundo gráfico).

En definitiva, el tipo de interés neutral es un indicador de referencia en la orientación de la política monetaria, la evolución de los mercados financieros y, en general, en la formación de expectativas de los agentes económicos. Su estimación, no obstante, está envuelta de una enorme incertidumbre atada, entre otros múltiples factores, a supuestos sobre la evolución de la capacidad productiva de cada economía. Hoy por hoy, el entorno económico ha provocado que el tipo neutral se sitúe en cotas más elevadas de las observadas en los últimos años. Más adelante, no obstante, el nivel donde converjan dependerá del optimismo que cada uno pueda tener sobre las perspectivas y la estructura del crecimiento en el largo plazo.

*Eduard Llorens i Jimeno y Antonio Montilla*

**Tipos de interés (%)**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	2,50	2,00	50	250,0	250,0
Euríbor 3 meses	2,13	1,97	16	270,4	270,2
Euríbor 12 meses	3,29	2,83	46	379,2	379,0
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,60	2,18	42	324,0	322,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,76	2,13	64	338,4	336,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,57	1,93	64	274,8	268,9
Deuda pública a 10 años (España)	3,66	2,95	72	309,8	306,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,59	2,88	71	312,1	307,5
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	4,50	4,00	50	425,0	425,0
Líbor 3 meses	4,77	4,78	-1	455,8	455,8
Líbor 12 meses	5,48	5,57	-9	489,9	489,9
Deuda pública a 1 año	4,69	4,69	0	431,1	430,3
Deuda pública a 2 años	4,43	4,31	12	369,4	365,8
Deuda pública a 10 años	3,87	3,61	27	236,5	224,7

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

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	91	92	-1	42,7	43,0
Itraxx Financiero Sénior	99	103	-4	44,4	44,4
Itraxx Financiero Subordinado	172	185	-12	64,1	64,1

**Tipos de cambio**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,071	1,041	2,9	-5,8	-5,2
EUR/JPY (yenes por euro)	140,410	143,680	-2,3	7,3	7,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,885	0,863	2,6	5,2	5,6
USD/JPY (yenes por dólar)	131,120	138,070	-5,0	13,9	13,7

**Materias primas**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	554,8	564,3	-1,7	-4,1	-4,1
Brent (\$/barril)	85,9	85,4	0,6	10,5	8,8
Oro (\$/onza)	1.824,0	1.768,5	3,1	-0,3	1,3

**Renta variable**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.839,5	4.080,1	-5,9	-19,4	-20,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.793,6	3.964,7	-4,3	-11,7	-12,4
Ibex 35 (España)	8.229,1	8.363,2	-1,6	-5,6	-6,1
PSI 20 (Portugal)	5.726,1	5.862,7	-2,3	2,8	1,6
Nikkei 225 (Japón)	26.094,5	27.969,0	-6,7	-9,4	-9,4
MSCI emergentes	956,4	972,3	-1,6	-22,4	-22,5

## ¿Qué podemos esperar en 2023?

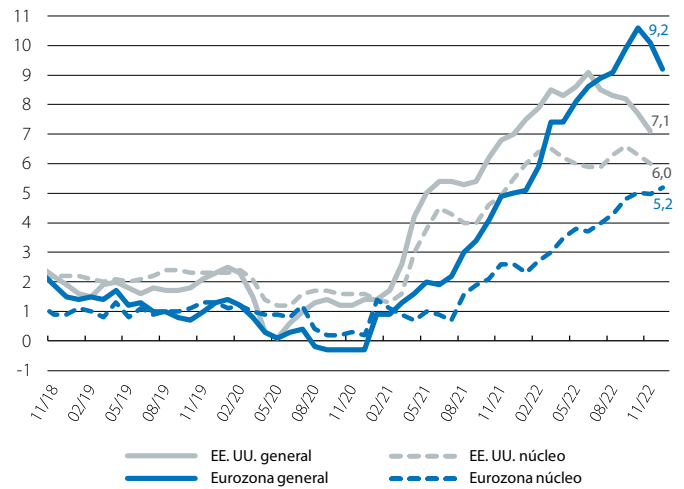
**Las claves para 2023: inflación todavía elevada, tipos de interés al alza y presencia de riesgos geopolíticos.** Dejamos atrás un 2022 que nos prometía la vuelta a la normalidad, pero en el que se vivieron una serie de episodios sin precedentes: la guerra en Ucrania y la consiguiente crisis energética, inflaciones en máximos históricos y el abrupto final de la era de tipos de interés ultrabajos. Estos elementos seguirán condicionando la economía en 2023, donde la eurozona es la que presenta las perspectivas más exigidas entre las principales economías avanzadas. Asimismo, la inflación será una de las grandes protagonistas este año, ya que su evolución, en especial la del componente subyacente, determinará la agenda de los bancos centrales. Aunque creemos que en las economías desarrolladas la inflación descenderá a lo largo de este año, esta corrección permanecerá incompleta y mantendrá la inflación claramente por encima de los objetivos de los bancos centrales. En cualquier caso, la incertidumbre con la que se afronta este 2023 es muy elevada y la geopolítica se mantiene como un elemento clave en la evolución de los mercados financieros y la economía, con la guerra en Ucrania como uno de los principales determinantes. En suma, nos encontramos en un año con un escenario en el que las perspectivas sobre el crecimiento son a la baja, mientras que todavía no se pueden descartar sorpresas al alza en la inflación.

**EE. UU. podría sortear la recesión.** Lastrada por el endurecimiento de las condiciones financieras, el entorno global de incertidumbre y la erosión del poder adquisitivo que provoca la inflación, la economía americana afronta un año de pérdida de dinamismo y crecimientos modestos, como ya vienen apuntando los últimos indicadores de sentimiento (por ejemplo, en diciembre el PMI compuesto volvió a retroceder y se situó cerca de los 45 puntos). Frente a la sensibilidad de la inversión a las subidas de tipos de la Fed, serán clave la resistencia del consumo privado y el mercado laboral. De hecho, el mercado de trabajo se mantiene robusto y da señales de distenderse de manera gradual. Así, los últimos datos disponibles (diciembre) muestran una creación de 223.000 nuevos empleos, frente a un promedio de casi 400.000 en lo que se llevaba de 2022, mientras que la ratio de vacantes por desempleado se encuentra cerca del 1,7, una cota elevada pero que se modera desde un máximo histórico del 2,0. Otra de las claves será que la menor tensión en el mercado de trabajo se traduzca en una moderación del crecimiento salarial, que continúa en cotas incómodas para los objetivos de inflación de la Fed, según señalaron los propios oficiales en diciembre (por ejemplo, los salarios por hora han seguido avanzando alrededor del 5% en los últimos meses). En conjunto, esperamos una desaceleración significativa de la economía en 2023, hasta tasas de en torno al 1%. Este menor impulso económico contribuirá a frenar el avance de una inflación que, a finales de 2022, seguía descendiendo desde los máximos del verano, pero mantenía la persistencia en los precios subyacentes (inflación general del 7,1% en noviembre e inflación núcleo en el 6,0%).

**La eurozona, ante el reto de seguir avanzando sin gas ruso.** A diferencia de EE. UU., el grueso de los indicadores sugiere que la

### EE. UU. y eurozona: inflación

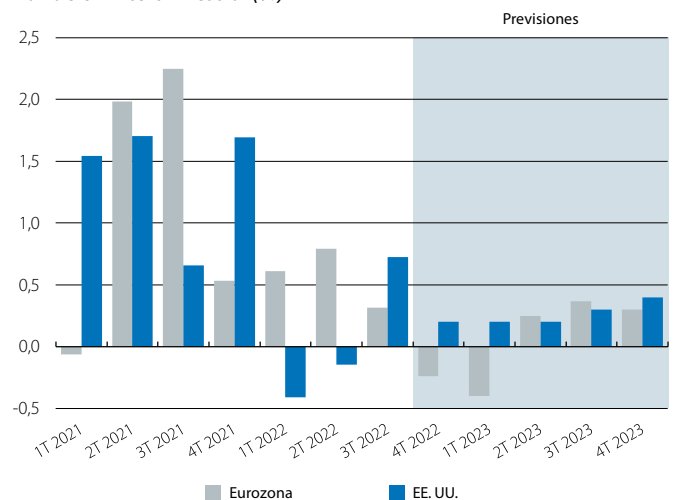
Variación interanual (%)



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

### Internacional: PIB

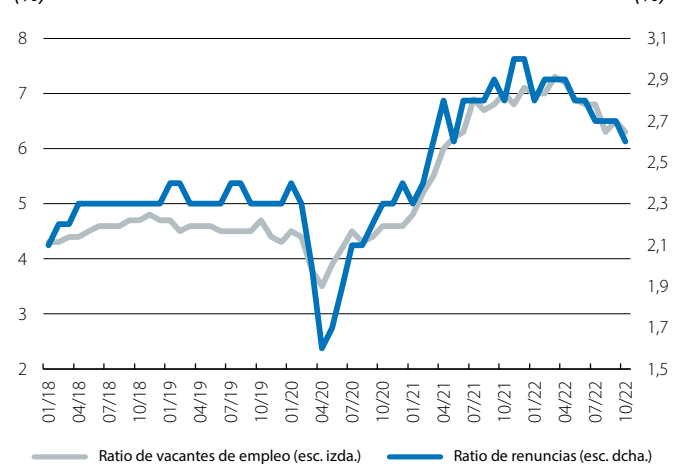
Variación intertrimestral (%)



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

### EE. UU.: vacantes y renuncias de empleo \*

(%) (%)



Notas: \* Ratio de renuncias = número de renuncias / nivel de empleo x 100.  
Ratio de vacantes = número de vacantes / (empleo + número de vacantes) x 100.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.



eurozona no podrá evitar entrar en recesión durante los meses de invierno, aunque también señalan que debería ser de poca intensidad. Por ejemplo, en diciembre los índices PMI compuesto de la eurozona y sus principales economías se mantuvieron en zona contractiva por sexto mes consecutivo, pero mejoraron de manera generalizada (49,3 puntos en el conjunto de la eurozona, frente a un mínimo de 47,3 en octubre). Sin embargo, hay distintos elementos que apuntan a un escenario complejo más allá de la contracción económica más inmediata. En primer lugar, hay que tener en cuenta que, después del invierno, los inventarios de gas se habrán reducido sensiblemente y la tarea de volver a rellenarlos, sin contar apenas con el suministro ruso, se complica. Por tanto, es factible que se acentúe la tendencia en curso de ahorro en el consumo de gas, tanto en familias como en empresas, para poder evitar un invierno «crítico» en 2023-2024 (el consumo se habría reducido un 20% hasta noviembre, respecto a la media de 2017-2021, según Eurostat). Por otro lado, la inflación, aunque en descenso, se mantendrá elevada y por encima del objetivo del BCE, por lo que cabe esperar que la institución monetaria siga endureciendo la política monetaria en 2023 (con tipos superiores al 3%, según las expectativas de mercado de cierre de año). Además, el impulso fiscal de los últimos años ha reducido el margen de actuación de las cuentas públicas, y en 2023 estas apuntan a una cierta «normalización» con vistas a que en 2024 se reactive el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, pendiente de reforma a lo largo de este año para adaptarse a «los nuevos tiempos» (véase el Focus «[La UE, en busca de las reglas fiscales perdidas](#)» en el IM12/2022). Con todo, la resistencia que continúa mostrando el mercado de trabajo (tasa de paro en el 6,5% en noviembre), una tasa de ahorro todavía por encima de su media de largo plazo y una mejor posición de partida, gracias a un 2022 más robusto de lo esperado (el PIB crecerá más del 3,0%), nos permiten ser moderadamente optimistas. Así, para 2023 anticipamos un crecimiento medio del PIB en torno al 0,2%. Sin embargo, la alta incertidumbre del contexto actual y la elevada exposición de la región a un recrudecimiento del conflicto bélico en Ucrania introducen claros riesgos a la baja en crecimiento y al alza en inflación.

**China tendrá una «apertura» complicada.** El Gobierno chino terminó el año poniendo fin a su política de COVID cero y permitiendo la apertura de la economía. Sin embargo, esta decisión está lejos de despejar el escenario para el gigante asiático. El país vive una explosión de casos de COVID y un aumento de la presión sobre el sistema sanitario, en un contexto de ratios de vacunación demasiado reducidos. Esto genera dudas sobre lo sostenida que puede ser la retirada de las restricciones y, en cualquier caso, sugiere que la movilidad efectiva tardará en normalizarse. Por otro lado, la aprobación en EE. UU. en julio de 2022 de la CHIPS and Science Act, con la que busca recuperar su liderazgo en tecnología y producción de chips, tendrá un impacto directo sobre la economía china. Entre otras medidas, se incluyen disposiciones para evitar que China acceda, de forma directa, a la ciencia y tecnología estadounidense, lo que podría restar casi 0,3 p. p. al crecimiento del PIB chino en 2023 según estimaciones de algunos analistas. Además, en 2023 continuarán coleando las dificultades del sector de la construcción de China, mientras que las exportaciones tendrán vientos de cara por la desaceleración de la actividad económica mundial.

**EE. UU.: consumo personal**

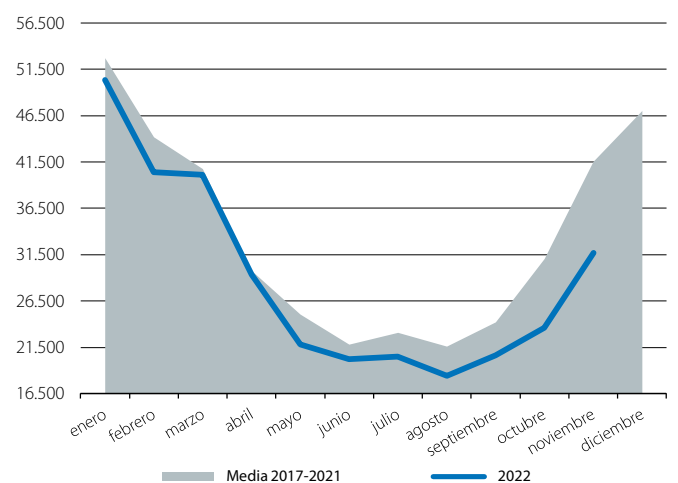
Variación del promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (%)



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

**UE: consumo de gas natural**

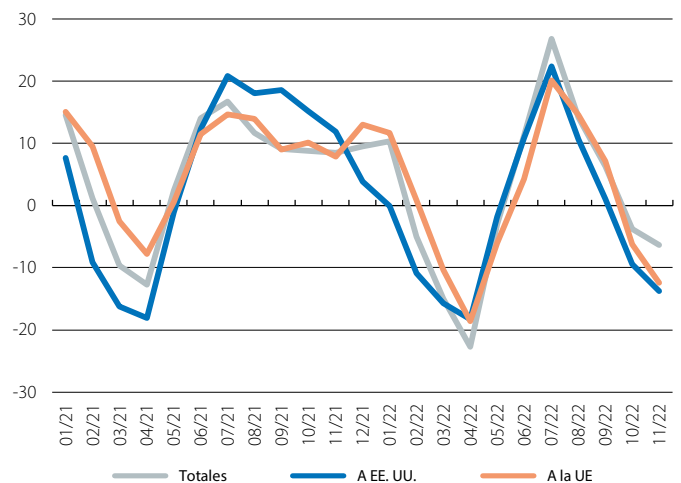
(Millones de m³)



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

**China: exportaciones de bienes**

Variación del promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (%)

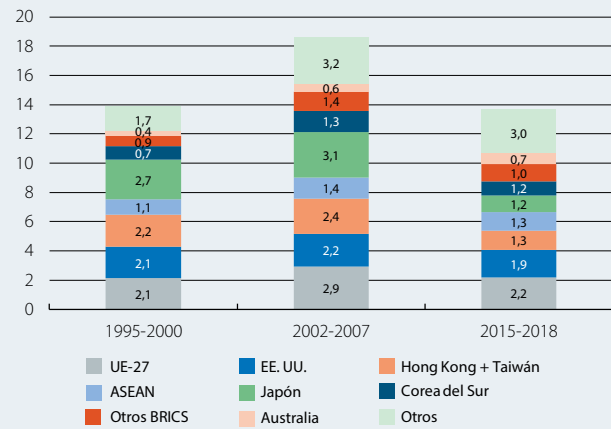


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

## UE y China: mapas de una interdependencia estratégica II

China es el principal origen de las importaciones del bloque europeo y representa un poco más de un 20% del total de importaciones de bienes de la UE. Por eso no sorprende que el grado de dependencia de China sea muy significativo en algunos sectores europeos. Utilizando datos detallados basados en tablas *input-output* internacionales, que permiten identificar el origen y destino exactos de cada bien y servicio transaccionado a lo largo de la cadena de valor, podemos investigar la composición real de la demanda final y de las exportaciones de cada país o región. En términos agregados, vimos en un Focus anterior <sup>1</sup> que la demanda final europea contiene un 2% de bienes y servicios chinos, y una dependencia que llega al 6% en manufacturas, donde destacan sectores como el textil y la electrónica. Invertimos ahora la pregunta: ¿Cuánto depende China de la UE?

**Demanda final de China con origen en el exterior**  
(% de la demanda final)



**Nota:** Los datos se refieren al promedio de los años 1995-2000 (antes de la entrada de China en la OMC en 2001), 2002-2007 (después de la entrada de China en la OMC, precrisis financiera) y 2015-2018 (los años más recientes). Se utiliza la información de la más reciente actualización de los datos TIVA de la OCDE.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de los datos TIVA de la OCDE (noviembre de 2021).

### Valor añadido en la demanda final de China originado en el exterior

(% de la demanda final de China)

	UE-27			EE. UU.			ASEAN			Japón			Otros BRICS			Corea del Sur			Australia		
	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007
<b>TOTAL</b>	2,2	2,1	2,9	1,9	2,1	2,2	1,3	1,1	1,4	1,2	2,7	3,1	1,2	0,7	1,3	1,0	0,9	1,4	0,7	0,4	0,6
<b>Agricultura</b>	1,3	0,6	1,0	1,7	0,9	1,6	1,2	0,5	1,0	0,5	0,6	0,9	2,0	0,3	1,1	0,5	0,3	0,4	0,6	0,4	0,5
<b>Minería</b>	1,7	1,6	1,9	1,5	1,3	1,2	1,7	1,0	1,2	0,8	1,8	1,7	2,3	1,0	1,4	0,7	0,5	0,7	1,9	0,3	0,6
<b>Manufacturas</b>	3,7	3,3	4,8	2,6	2,9	3,2	1,8	1,4	2,1	2,1	4,2	5,3	1,5	1,0	1,6	1,8	1,5	2,5	0,9	0,4	0,6
Alimentación	1,9	1,2	1,5	1,7	1,5	1,7	1,6	1,3	1,6	0,6	1,2	1,2	1,7	0,8	1,3	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5
Textil y vestidos	2,7	2,0	2,8	1,5	2,1	1,8	2,4	1,4	1,6	1,1	4,8	3,5	1,7	1,2	1,0	3,5	2,3	0,4	0,5	0,4	
Madera y papel	2,5	3,2	3,9	2,3	3,5	3,0	1,9	4,6	2,8	1,3	3,2	3,5	2,0	1,3	2,4	0,8	1,8	1,3	0,9	0,6	0,9
Coque y ref. de petróleo	1,6	2,2	2,2	2,7	4,2	2,3	3,4	4,8	3,2	0,8	2,0	1,5	5,0	2,4	3,2	0,9	1,1	1,3	2,0	0,8	1,3
Química y farmacia	4,6	1,8	3,0	2,7	2,1	2,4	1,2	1,2	1,6	1,2	2,5	2,8	1,3	0,8	1,4	0,9	1,1	1,3	0,7	0,3	0,5
Gomas y plásticos	4,6	2,6	4,3	2,4	2,6	3,0	2,1	1,7	2,8	2,7	4,1	5,4	1,8	1,0	1,8	2,1	1,9	2,2	0,8	0,4	0,6
Otros minerales no metal.	2,3	2,2	3,6	1,3	1,8	2,2	1,3	1,2	1,7	1,3	3,0	4,0	1,5	0,9	1,5	0,8	1,1	1,4	0,9	0,3	0,4
Metales	3,4	3,7	5,9	1,7	2,4	2,3	1,1	1,1	1,5	1,5	4,1	4,5	1,9	1,9	3,2	1,1	1,4	2,2	1,7	0,7	1,3
Computadores y electrónica	3,8	5,3	5,4	4,0	5,9	6,9	4,4	2,5	5,8	4,9	11,5	12,9	1,0	0,7	1,0	9,0	3,1	9,0	0,7	0,3	0,5
Productos eléctricos	3,6	3,3	5,0	2,1	2,3	2,4	1,7	1,2	1,9	2,9	5,5	6,9	1,6	1,2	2,2	2,1	1,4	2,2	1,5	0,5	1,0
Maquinaria	5,1	7,3	8,9	2,4	3,5	3,2	1,4	1,2	1,6	3,6	7,2	7,2	1,3	1,3	2,1	2,2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,8
Vehículos de motor y remolques	4,8	2,9	4,8	2,2	1,7	1,8	1,0	0,6	0,9	2,5	3,3	4,9	1,0	0,7	1,2	1,3	0,7	1,7	0,8	0,2	0,5
Otro equipo de transporte	9,0	12,2	11,4	11,2	16,8	11,7	1,3	1,1	1,4	2,4	5,3	6,5	1,9	2,5	3,5	1,6	1,6	1,9	0,8	0,3	0,6
Otras manufacturas	3,3	4,6	5,0	2,4	4,6	3,8	2,4	2,4	2,2	1,6	3,6	3,2	2,2	1,9	2,6	1,0	2,5	1,7	0,9	0,5	0,7
<b>Servicios</b>	2,1	2,2	2,8	2,1	2,9	2,6	1,4	1,2	1,4	1,1	2,5	2,7	1,0	0,7	1,0	0,7	0,8	1,2	0,5	0,5	0,5
Servicios comerciales	2,6	2,6	3,7	2,3	2,8	3,3	1,2	1,2	1,8	1,3	3,9	4,9	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	1,3	0,6	0,5	0,6
Logística	4,6	3,2	5,1	3,6	3,3	2,9	2,9	1,7	1,9	2,2	2,9	3,7	2,0	1,2	1,5	1,2	1,0	1,5	1,3	0,7	0,9
Hostelería	3,1	2,1	1,8	4,9	6,4	2,6	3,1	2,5	1,5	2,6	1,2	1,3	1,8	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	1,2	1,3	1,0
Información y comunicación	2,6	2,9	3,4	2,4	3,7	3,0	1,8	1,7	2,0	1,0	4,1	3,6	2,2	0,8	2,1	1,4	1,2	2,1	0,4	0,4	0,5
Financiero	0,7	1,0	1,5	1,8	2,7	3,3	0,9	0,6	1,0	0,2	1,1	1,3	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	0,9	0,2	0,1	0,2
Inmobiliario	0,5	0,7	0,9	0,4	0,8	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	0,8	0,8	0,2	0,2	0,4	0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Otros servicios	2,5	3,4	4,9	1,8	3,0	4,0	1,4	1,3	1,9	1,0	3,5	4,1	0,9	0,8	1,4	1,1	1,1	2,4	0,6	0,4	0,6

**Notas:** Los datos se refieren al promedio de los años 1995-2000 (antes de la entrada de China en la OMC en 2001), 2002-2007 (después de la entrada de China en la OMC, precrisis financiera) y 2015-2018 (los años más recientes). Se utiliza la información de la más reciente actualización de los datos TIVA de la OCDE.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos TIVA de la OCDE (noviembre de 2021).

1. Véase el Focus «UE y China: mapas de una interdependencia estratégica» en el IM05/2022.

### El origen europeo de la demanda final china: 2% made in EU

De toda la demanda final de China, un 14% tiene origen en el resto del mundo, y un 2,2% tiene origen en la UE (datos de 2015-2018).<sup>2</sup> Así, los bienes y servicios procedentes de la UE representan un 16% del valor añadido (VA) en la demanda china con origen en el exterior, cifra que refleja la posición de liderazgo europea en el mercado chino (véase el gráfico). A la UE le sigue EE. UU., el segundo socio comercial de China, que originó un 1,9% del VA total en el mismo periodo. Por su parte, Japón, que hasta los años 2000 era el principal socio comercial de China con alrededor de un 3% de la demanda final del país, ha visto cómo esta cifra se reducía al 1,2% en los últimos años, superado incluso por el conjunto de los países ASEAN.

Analizando por sectores, podemos obtener una «radiografía» más detallada de las interdependencias entre países (véase la primera tabla). A pesar de que la dependencia china de la UE ha disminuido en la última década, en parte como resultado de un proceso de desarrollo económico y creciente especialización de la economía china que ha llevado a una sustitución parcial de importaciones con mayor VA, el vínculo con Europa todavía es sustancial en algunos sectores, tanto de manufacturas como de servicios. Del lado de las manufacturas, destacan los equipos de transporte (vehículos de motor, remolques y otro equipo de transporte), la maquinaria o el sector químico (en particular, productos químicos y farmacéuticos, así como gomas y plásticos). Del lado de los servicios, destacan los servicios logísticos y los turísticos. Es relevante notar que en el sub-

### Valor añadido en las exportaciones de China originado en el exterior (% del VA en las exportaciones de China)

	UE-27			Corea del Sur			EE. UU.			Japón			ASEAN			Otros BRICS			Australia		
	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007
<b>TOTAL</b>	2,1	2,1	2,8	2,0	1,5	2,2	1,8	2,1	2,3	1,6	3,6	4,0	1,6	1,2	1,9	1,3	0,7	1,5	0,9	0,3	0,6
<b>Agricultura</b>	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,9	0,4	0,9	0,1	0,3	0,3	1,5	0,7	1,4	1,9	0,3	1,2	0,4	0,2	0,3
<b>Minería</b>	0,4	0,3	0,4	0,0	0,1	0,1	1,3	0,6	0,9	0,0	0,1	0,1	3,8	3,0	3,0	6,3	2,5	5,4	7,3	1,3	3,3
<b>Manufacturas</b>	1,9	2,3	2,6	2,8	2,0	3,0	1,5	2,1	2,1	1,9	4,2	4,5	1,4	1,1	1,7	0,6	0,6	0,8	0,1	0,2	0,2
Alimentación	1,1	0,6	0,8	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,9	1,4	0,7	1,1	0,5	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2
Textil y vestidos	0,6	0,5	0,5	0,4	2,8	1,2	0,1	0,2	0,2	0,3	2,4	1,2	1,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0
Madera y papel	1,9	2,7	3,0	0,8	2,3	1,4	1,6	2,8	2,2	1,4	3,7	3,7	1,6	3,2	2,1	1,7	0,9	1,6	0,3	0,4	0,4
Coque y ref. de petróleo	0,8	0,6	0,8	2,2	2,8	4,3	1,2	0,7	1,3	0,8	1,5	1,5	1,9	2,1	2,3	3,2	2,3	4,0	0,3	0,1	0,3
Química y farmacia	2,5	2,3	3,2	2,5	3,1	3,7	1,8	2,9	2,9	1,8	4,0	4,3	2,0	1,8	2,6	0,8	1,0	1,5	0,1	0,1	0,2
Gomas y plásticos	2,2	2,0	2,9	2,6	2,2	3,7	0,9	1,4	1,3	2,6	3,0	4,8	0,9	0,7	1,3	0,4	0,2	0,5	0,1	0,2	0,2
Otros minerales no metal.	0,9	1,5	1,9	1,0	1,2	1,5	0,5	0,9	1,0	0,9	2,7	3,0	0,5	0,3	0,6	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Metales	1,8	3,4	3,3	1,1	1,8	2,6	1,2	2,4	1,5	2,1	5,8	5,4	0,5	0,6	0,7	1,0	1,3	1,7	0,5	0,6	0,8
Computadores y electrónica	1,7	2,9	2,2	8,5	2,0	6,3	2,8	3,9	4,2	2,6	6,6	6,5	2,7	1,6	3,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Productos eléctricos	1,9	2,8	3,3	1,3	0,8	1,9	0,5	0,9	0,9	2,3	5,5	5,5	0,7	0,3	0,6	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Maquinaria	3,8	6,1	6,8	1,2	1,0	1,3	1,2	2,7	2,1	3,3	7,3	7,8	0,4	0,5	0,6	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1
Vehículos de motor y remolques	4,0	1,7	3,2	1,2	0,3	1,2	0,9	0,9	0,9	3,0	3,2	5,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1
Otro equipo de transporte	3,8	7,8	6,1	0,9	1,1	1,3	7,9	15,0	9,7	1,3	3,0	4,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,4	1,3	0,1	0,2	0,2
Otras manufacturas	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	3,7	5,1	0,5	0,3	0,5	0,6	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1
<b>Servicios</b>	2,8	2,7	4,2	1,5	1,4	2,1	2,4	2,7	3,4	1,8	4,5	5,3	1,6	1,2	2,1	1,3	0,7	1,6	0,7	0,3	0,5
Servicios comerciales	2,3	2,7	3,6	1,5	1,6	2,2	2,1	3,3	3,7	2,3	7,9	8,3	2,4	1,8	3,4	1,3	0,8	1,6	0,4	0,4	0,5
Logística	3,5	2,1	3,6	1,4	0,7	1,4	1,8	1,4	1,6	2,0	3,2	3,9	1,5	0,8	1,3	1,7	0,8	1,5	0,7	0,2	0,4
Hostelería	1,2	0,6	1,1	1,8	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	1,0	2,0	2,5	0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,4	0,1	0,2
Información y comunicación	3,3	2,3	4,1	1,6	1,3	2,2	3,1	2,5	3,4	1,6	3,2	4,2	1,0	0,8	1,3	1,6	0,6	2,4	0,6	0,3	0,5
Financiero	1,1	1,7	2,6	0,9	1,8	2,1	1,5	2,1	2,9	0,3	2,3	2,3	1,1	1,3	1,8	0,7	0,6	1,5	0,7	0,3	0,6
Inmobiliario	3,9	3,0	6,6	1,0	1,2	2,5	3,4	2,4	4,9	1,9	3,3	4,9	1,0	0,8	1,4	1,4	0,8	2,0	0,8	0,3	0,6
Otros servicios	4,9	5,8	8,9	2,5	1,7	3,8	4,4	5,9	7,1	2,2	2,6	4,3	1,2	1,0	1,6	1,4	0,9	2,0	1,1	0,4	0,9

**Notas:** En esta tabla, se muestra el origen sectorial del valor añadido de las exportaciones finales de China. Ejemplo: entre 2015 y 2018, un 3,8% del valor añadido vinculado al sector de maquinaria en las exportaciones de China tuvo origen en la UE-27, un 1,2% en Corea del Sur y en EE. UU., un 3,3% en Japón y un 0,4% en los países ASEAN. Los datos se refieren al promedio de los años 1995-2000 (antes de la entrada de China en la OMC en 2001), 2002-2007 (después de la entrada de China en la OMC, precrisis financiera) y 2015-2018 (los años más recientes). Se utiliza la información de la más reciente actualización de los datos TiVA de la OCDE.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos TiVA de la OCDE (noviembre de 2021).

2. Utilizamos datos TiVA (Trade in Value Added) de la OCDE, en su más reciente actualización (noviembre de 2021). Estos datos permiten identificar el origen real de los bienes y servicios que llegan, se consumen y se exportan en un determinado país. Comparado con un análisis más estándar basado en flujos brutos de comercio (según de donde llegan directamente las importaciones), podemos interpretar los datos TiVA, aquí presentados, como datos netos. Es decir, una parte del contenido de las importaciones brutas de determinado país tiene origen en el propio país, por ejemplo, si un país exportador de maquinaria deslocaliza parte de la producción a un país vecino, para luego ensamblar y reexportar (o consumir) el bien final, los datos TiVA descontarían este «sesgo». Para más detalles, véase también el Focus «La dependencia europea de Rusia: una cuestión primaria» en el IM04/2022.

componente de otros servicios (que incluye servicios profesionales, científicos y técnicos) la dependencia de China del exterior ha decrecido significativamente, una señal más de la rápida transformación estructural en curso en el país a lo largo de las últimas dos décadas. En este sentido, destaca también el «desacoplamiento» relativo (o la menor dependencia) respecto a economías asiáticas avanzadas, como Japón y Corea del Sur, particularmente visible en algunos sectores más punteros, así como el aumento de la dependencia de países ASEAN y de otros BRICS en sectores como la agricultura, la minería o manufacturas menos avanzadas (como el textil). En conjunto, estos datos constatan la creciente especialización sectorial e integración económica del gigante asiático en cadenas de valor globales.

Del mismo modo, también es interesante analizar la composición de las exportaciones de China según su origen. En este caso, clasificamos las exportaciones según el origen geográfico y sectorial de los bienes intermedios incorporados en el bien o servicio final exportado.<sup>3</sup> Así, destaca que, entre 2015 y 2018, un 8,5% del VA en las exportaciones finales de China vinculado al sector de computadores y electrónica tuvo origen en Corea del Sur, un 2,8% en EE. UU., un 2,7% en los países ASEAN, un 2,6% en Japón y solo 1,7% en la UE. Por otro lado, en este mapa quedan claros los vínculos profundos entre las industrias química-farmacéutica, de maquinaria y vehículos de transporte europeas y el tejido empresarial chino, además de la destacada presencia de los servicios europeos (que representan casi un 3% del VA total de servicios en las exportaciones finales chinas).

El bajo grado de penetración del sector electrónico europeo en las exportaciones chinas, particularmente si se compara con la fuerte presencia de otros socios comerciales, es una buena prueba del menor liderazgo europeo en un sector altamente competitivo y con algunas de las cadenas de suministro más integradas a nivel internacional. En una nueva era de «competencia tecnológica» entre bloques, este retraso europeo en el sector puede anticipar un difícil balance entre una apuesta por una política industrial más contundente en materia tecnológica y un acoplamiento creciente a (o mayor dependencia de) aliados geopolíticos.<sup>4</sup>

3. Técnicamente, es una perspectiva según el «origen sectorial del valor añadido» y no según el sector exportador. Por ejemplo, en esta clasificación, una prenda textil exportada se «divide» según el origen de la maquinaria que se ha utilizado en la línea de producción, la electrónica de dichas máquinas, o la energía y los servicios necesarios para su comercialización. Del mismo modo, aunque un coche exportado por China tenga un porcentaje significativo de su valor añadido vinculado al sector de vehículos de motor y remolques chino, este desglose nos permite identificar el valor añadido del coche originado por el sector de maquinaria alemán o el textil de ASEAN.

4. En el Focus «UE y China: mapas de una interdependencia estratégica» del IM05/2022, vimos que un 18% de la demanda final europea de computadores y electrónica tenía origen chino, lo que implica que la «huella electrónica» china en la UE es incluso más significativa que la «huella energética» de Rusia en el bloque comunitario.

## ¿Qué futuro espera a las relaciones comerciales UE-China?

No es novedad que China tenga un papel central en las cadenas de valor globales. Este papel se da precisamente por la apertura de China al exterior en las últimas décadas. Los vínculos económicos entre países y regiones, o las interdependencias, se han desarrollado así a lo largo de los años, con largos beneficios agregados para ambas partes. Hoy se puede decir que China es tan dependiente económicamente de la UE, como la UE lo es de China.

Aunque con matices relevantes. El sector electrónico es un caso particularmente interesante, por los matices que nos enseña y por su centralidad en el modelo de desarrollo tecnológico del futuro, en una era donde la robotización, la inteligencia artificial o el *big data* tendrán un papel central en la economía, la sociedad y en el replanteamiento del nuevo orden geopolítico mundial. Así, recientemente, la UE se ha «unido» a su aliado de primera preferencia, EE. UU., para formar un nuevo foro de discusión en esta materia: el Consejo de Comercio y Tecnología (o TTC, por sus siglas en inglés).<sup>5</sup>

Una posible desvinculación entre China y la UE resultaría particularmente difícil para ambos lados. Si la «huella electrónica» de China en la UE es muy significativa, la «huella tecnológica» europea (y estadounidense) en China no lo es menos, y se materializa en diversos sectores clave, como la maquinaria o los servicios avanzados. A pesar de que queda claro que China ya no es solo la fábrica del mundo, en muchas áreas son los vínculos con sus principales socios comerciales los que permiten a la industria china ser competitiva a nivel internacional. Una desvinculación más abrupta entre bloques produciría así golpes profundos en la arquitectura de las cadenas de valor globales, con ramificaciones impredecibles en la economía global. Ha quedado claro recientemente que la geopolítica tendrá un papel central en los próximos años, poniendo fin a un periodo que se ha nombrado repetidamente de «vacaciones de la historia». <sup>6</sup> En esta medida, para saber cuánto dependerá económicamente la UE de China, y viceversa, a finales de esta década sería necesario contestar a otra pregunta: ¿Cómo será el mundo en 2030?

*Luís Pinheiro de Matos*

5. En inglés, el *Trade and Technology Council*, fue creado en 2021 como un foro para el planteamiento de una agenda común sobre aspectos comerciales y tecnológicos, organizado por grupos de trabajo especializados, entre los cuales la cooperación en el ámbito del establecimiento de estándares tecnológicos, la seguridad de cadenas de suministro o la gobernanza de datos. Véase Canals, C. y Pinheiro de Matos, L. (2022), «Trade and Technology Council: la nueva ventana de colaboración entre la UE y EE. UU.» en *La estrategia geoeconómica de China e implicaciones para Europa: una mirada desde Barcelona*, CIDOB Centre for International Affairs (de próxima publicación).

6. Véase, por ejemplo, Conley, H. A. (2019). «Transatlantic Relations: the Long Holiday from History is Over», CEPOB Policy Brief 6-19, College of Europe.

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	10/22	11/22	12/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	-3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,9	-	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	17,5	16,3	11,2	7,8	8,5	7,8	6,7	...
Confianza del consumidor (valor)	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	102,2	101,4	108,3
Producción industrial	-7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,0	3,3	2,5	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	50,2	49,0	48,4
Viviendas iniciadas (miles)	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.450	1.434	1.427	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	228	267	284	299	314	310	304	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	56,8	58,4	59,3	59,9	59,9	60,0	60,0	59,9	60,1
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,2	-3,6	-3,6	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	7,7	7,1	...
Inflación subyacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,0	...

## JAPÓN

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	-4,5	2,1	0,9	1,2	1,6	1,5	-	-	-
Confianza del consumidor (valor)	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	29,9	28,6	30,3
Producción industrial	-10,6	5,6	1,1	-0,6	-3,6	4,0	3,8	-1,2	...
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	2,6	2,5	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-3,0	-4,3	-4,6	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,0	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,8	3,8	...
Inflación subyacente	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	1,5	2,5	2,8	...

## CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,2	8,4	4,0	4,8	0,4	3,9	-	-	-
Ventas al por menor	-2,9	12,4	3,5	1,6	-4,9	3,5	-0,5	-5,9	...
Producción industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	5,0	2,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,2	48,0	47,0
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	524	681	681	728	824	907	906	904	...
Exportaciones	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	-0,6	-9,0	...
Importaciones	-0,6	30,0	23,7	10,6	1,3	0,7	-0,7	-10,6	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,1	1,6	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	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	7,2	7,2	7,0

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard &amp; 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	10/22	11/22	12/22
Ventas al por menor (variación interanual)	-0,8	5,5	4,4	6,1	1,1	...	-2,6	-2,8	...
Producción industrial (variación interanual)	-7,6	9,0	0,3	-0,2	0,4	...	3,4	...	...
Confianza del consumidor	-14,1	-7,4	-7,6	-13,7	-22,3	-26,9	-27,5	-23,9	-22,2
Sentimiento económico	88,3	110,8	116,0	110,9	104,0	96,5	93,0	94,0	95,8
PMI manufacturas	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	46,4	47,1	47,8
PMI servicios	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	48,6	48,5	49,8
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	-1,5	1,4	2,4	3,0	2,6	...	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	8,0	7,7	7,1	6,9	6,7	...	6,5	6,5	...
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	...	7,1	7,0	...
Italia (% pobl. activa)	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,8	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	-6,3	5,5	4,8	5,5	4,2	2,3	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,3	-	-	-
Francia (variación interanual)	-7,9	7,2	5,1	4,8	4,2	1,0	-	-	-
Italia (variación interanual)	-9,1	7,0	6,5	6,4	5,0	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	10/22	11/22	12/22
General	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	10,6	10,1	9,2
Subyacente	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	5,0	5,0	5,2

## 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	10/22	11/22	12/22
<b>Saldo corriente</b>	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	-0,3	-0,4	...	...
Alemania	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	4,2	3,9	...	...
Francia	-1,8	0,4	0,4	0,1	-0,4	-1,3	-1,6	-1,8	...
Italia	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	-0,5	-0,6	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	93,8	94,2	92,7	92,5	90,1	88,9	90,5	92,2	...

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

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 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 se mantiene resiliente

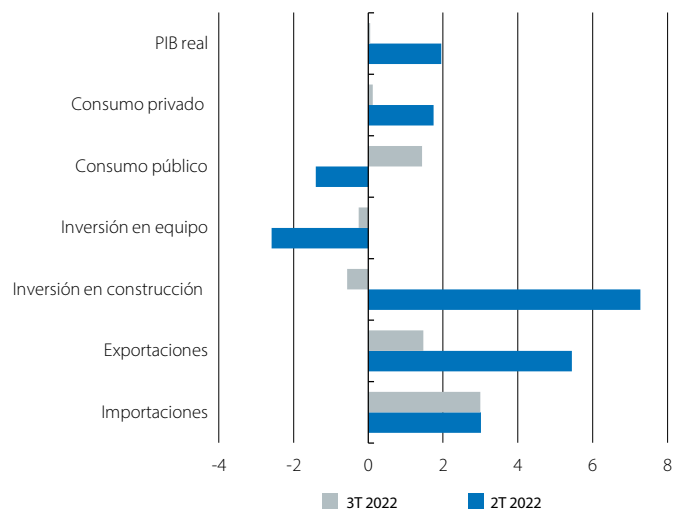
**El INE mejora el perfil de crecimiento de los últimos trimestres.** Concretamente, ha revisado al alza el crecimiento del PIB del primer semestre de 2022 y, en cambio, ha revisado ligeramente a la baja el crecimiento estimado para el 3T del pasado año. Así, según la nueva estimación, el PIB en el 1T creció un 0,1% intertrimestral (antes -0,2%) y en el 2T, un 2,0% (antes un 1,5%). El crecimiento del PIB en el 3T 2022 se mantuvo prácticamente inalterado y pasó del 0,2% al 0,1% intertrimestral. Tras estos cambios, próximamente revisaremos al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2022. Actualmente esta se sitúa en el 4,5%, y probablemente acabará situándose por encima del 5%.

**Menor tirón de la demanda interna en el 3T.** La leve revisión a la baja del PIB del 3T se debe, sobre todo, a la menor pujanza del consumo privado, que pasa de crecer un 1,1% intertrimestral a un 0,1% en la nueva estimación. Este menor avance en el 3T ha sido compensado por revisiones al alza en los dos trimestres anteriores, por lo que el consumo se mantiene un 5,4% por debajo del nivel prepandemia (4T 2019), la misma distancia que se estimó inicialmente. Por su parte, el crecimiento de la inversión también se ha revisado a la baja en 0,7 p. p. hasta el -0,1% intertrimestral, mientras que el consumo público se ha revisado al alza en 0,8 p. p. hasta el 1,4% intertrimestral. La revisión al alza del consumo público no ha podido compensar el menor crecimiento de los otros componentes, por lo que la demanda interna ha pasado de aportar 1,0 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB a 0,5 p. p. La demanda externa, por su parte, tuvo una contribución intertrimestral menos negativa de lo estimado inicialmente, -0,4 p. p. frente a -0,8 p. p.

**Los indicadores disponibles apuntan a un debilitamiento menos intenso de lo esperado en el 4T.** Los indicadores referentes al último trimestre del pasado año ofrecen señales mixtas. Por un lado, se percibe debilidad en el sector industrial, principal damnificado por los *shocks* de oferta. En concreto, el PMI del sector manufacturero se situó en la media del trimestre en 45,6 puntos, el nivel más bajo desde el 2T 2020, a lo que se suma una caída de la producción industrial en el promedio octubre-noviembre del 1% respecto al trimestre anterior. En cambio, el PMI del sector servicios fue mejorando a lo largo del trimestre y acabó situándose en zona expansiva (51,6 puntos en diciembre). Asimismo, el turismo extranjero sigue manteniendo un notable dinamismo. En noviembre, el número de turistas internacionales creció un 29,2% interanual y el gasto realizado, un 43,2% y ya se sitúa un 6,4% por encima del nivel registrado en el mismo mes de 2019. Por su parte, en noviembre, el índice de comercio al por menor en términos reales avanzó con fuerza, un 3,8% intermensual (-0,6% interanual), de forma que en el promedio de octubre-noviembre se emplazó un 2,7% por encima del promedio del 3T, lo cual apunta a un avance del consumo en el 4T.

### España: componentes de demanda

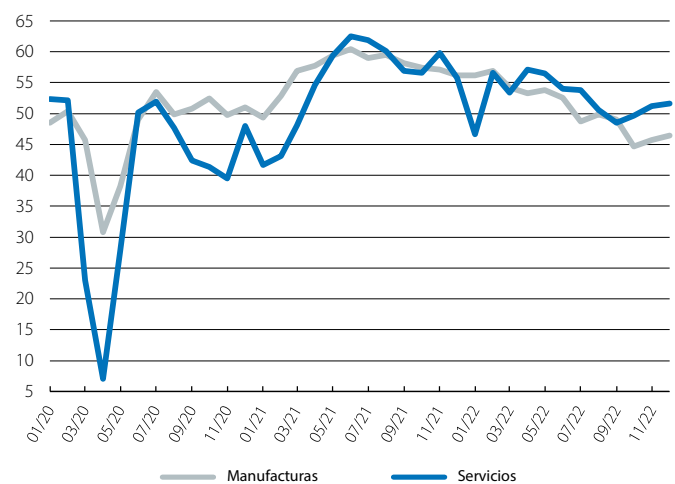
Variación intertrimestral (%)



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

### España: PMI

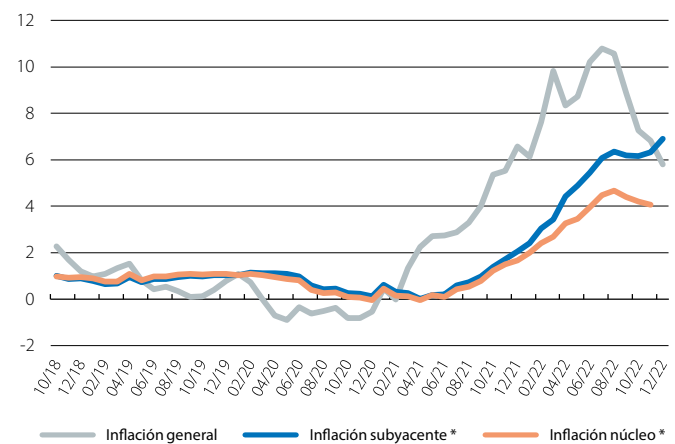
Nivel



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

### España: IPC

Variación interanual (%)



Notas: \* La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía. La inflación núcleo excluye todos los alimentos y energía.

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

**La creación de empleo se debilitó en diciembre, pero los resultados para el conjunto del 4T y del año son positivos.** La afiliación a la Seguridad Social aumentó en diciembre en 12.640 personas, por debajo de la media en un mes de diciembre en el periodo 2014-2019 (64.300). Además, en términos desestacionalizados se produjo la primera caída desde abril de 2021 (-8.347 afiliados). En cualquier caso, en el conjunto del 4T 2022 los afiliados desestacionalizados que no están en ERTE crecen un 0,6% intertrimestral, apenas 1 décima menos que en el trimestre anterior gracias al fuerte avance del empleo que se produjo en noviembre. A cierre del año 2022, la cifra de afiliados ascendió a 20.296.271, lo que resultó en una creación de empleo en el año de 471.360 trabajadores.

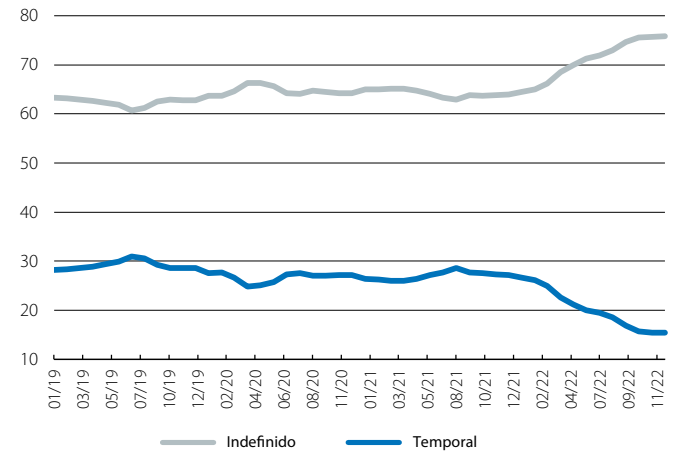
**La tasa de inflación general sigue moderándose gracias a la distensión de los precios de la energía.** Según el indicador adelantado de diciembre, la inflación general se moderó apreciablemente y pasó del 6,8% registrado en noviembre al 5,8%. La moderación de la tasa general se debió, principalmente al componente energético. Sin embargo, la tasa subyacente (excluidos los precios de la energía y alimentos no elaborados) prolongó su escalada y alcanzó el 6,9% (6,3% en noviembre), impulsada, sobre todo, por el aumento de los precios de los alimentos elaborados.

**La actividad inmobiliaria aguanta el tono, pero se ralentiza el crecimiento de los precios de la vivienda.** En octubre se realizaron 51.625 compraventas de vivienda, un 11,4% más que el mismo mes del año anterior. Aunque el avance de las compraventas se ha moderado notablemente desde las tasas interanuales de más del 20% que se registraron a principios de año, el crecimiento se mantiene resiliente si consideramos el contexto de endurecimiento de la política monetaria y de erosión del poder adquisitivo de los hogares por la elevada inflación. De cara a los próximos meses, prevemos que las compraventas desaceleren a medida que el aumento de tipos se filtre en una menor demanda. Por su parte, el precio de la vivienda según el INE aumentó un 7,6% interanual en el 3T, un ritmo notable pero por debajo del registrado en el 1T y el 2T 2022, del 8,5% y 8,0%, respectivamente.

**Se aprueba un nuevo plan de choque para luchar contra las presiones inflacionistas mientras la ejecución presupuestaria hasta octubre apunta a un déficit en 2022 por debajo del 5,0%.** El déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales, en el acumulado de enero a octubre fue del 1,2% del PIB, por debajo del 4,4% de octubre de 2021 e incluso del 1,5% de octubre de 2019 (el déficit en dicho año acabó siendo del 3,1% del PIB). La mejora se debe al elevado dinamismo de los ingresos tributarios (+16,3% interanual en el acumulado hasta octubre, lo que representa 34.500 millones más que en 2021), favorecidos por el efecto del incremento de los precios en las bases imponibles y la resiliencia del mercado de trabajo. El gasto público repuntó mucho menos, un 2,4% interanual hasta octubre. Por su parte, el Gobierno aprobó un nuevo plan de choque para mitigar el impacto de la inflación en 2023 por valor de 10.000 millones de euros (véase el Focus: «Un nuevo plan de choque para mitigar la inflación: todas las claves» en este mismo Informe Mensual).

**España: afiliados al Régimen General por tipo de contrato**

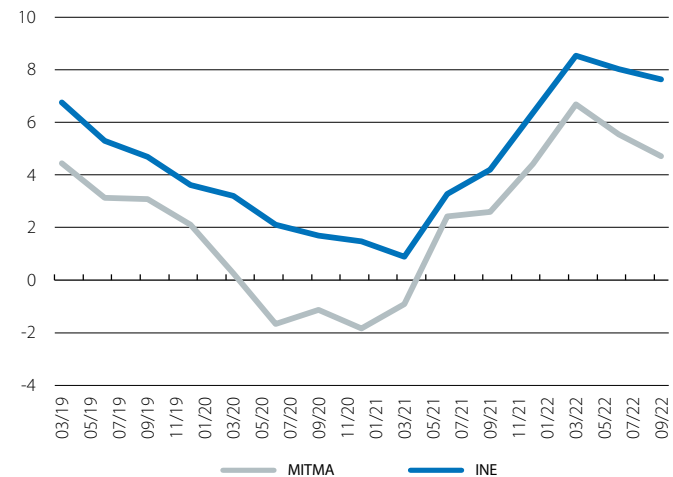
(% sobre el total de afiliados al Régimen General)



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

**España: precio de la vivienda**

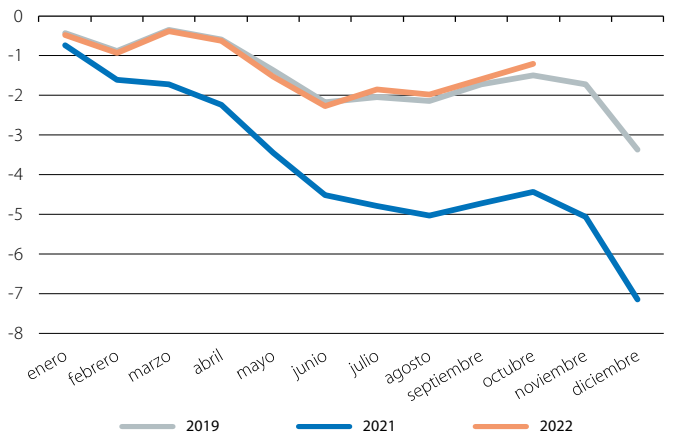
Variación interanual (%)



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

**España: capacidad/necesidad de financiación de las Administraciones públicas**

(% del PIB)



Nota: Datos consolidados sin corporaciones locales. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IGAE.



## La evolución reciente del peso de las rentas del trabajo

Los últimos tres años han sido testigos de la irrupción de una pandemia y el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania. Con este trasfondo convulso, es de interés reparar el comportamiento reciente de las rentas del trabajo sobre el PIB, una variable muy relevante que se relaciona con temas de desigualdad, competitividad, cambio tecnológico y otras dinámicas estructurales.<sup>1</sup>

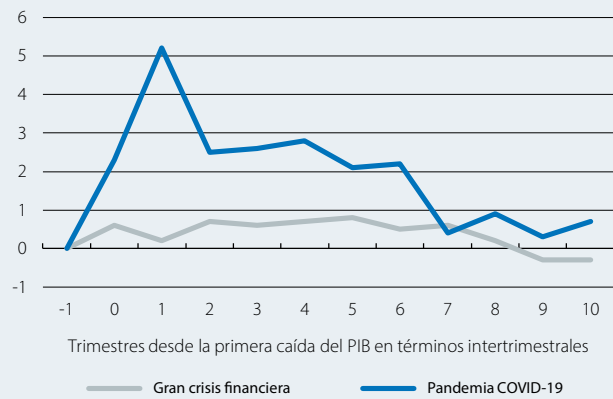
El peso de las rentas del trabajo sobre el PIB, medido habitualmente a través de los datos de remuneración de los asalariados en la CNTR, típicamente presenta un comportamiento contracíclico. Es decir, aumenta durante periodos de recesión y disminuye en las fases expansivas. Este comportamiento se debe en buena medida a que, durante una crisis, las empresas prefieren retener en la medida de lo posible a sus trabajadores para evitar más adelante, cuando la economía sale de la crisis, los costes asociados a encontrar empleados que se ajusten al perfil requerido. Este comportamiento, en España, habitualmente ha sido menos marcado que en otros países desarrollados, debido a la fuerte dualidad que tradicionalmente ha presentado el mercado laboral y que se ha reflejado en una mayor propensión al despido ante episodios de recesión.

En el primer gráfico, podemos comparar cómo varió el peso de la renta del trabajo sobre el PIB cuando empezó la gran crisis financiera (GCF) en el 2008 y desde el inicio de la pandemia en el 2020. Tal y como comentábamos anteriormente, queda claro el comportamiento contracíclico del peso de la renta del trabajo en ambas crisis. Sin embargo, también salta a la vista que el patrón fue mucho más marcado durante la pandemia que durante la GCF. Durante la pandemia, las rentas del trabajo llegaron a aumentar su peso hasta 5 p. p. desde su punto precrisis (4T 2019) y durante buena parte del 2020 y 2021 se mantuvieron cerca de 3 p. p. por encima. Según el último dato del 3T 2022, el peso de las rentas del trabajo aún se emplaza casi 1 p. p. por encima. En contraposición, durante la GCF, el peso de las rentas del trabajo apenas llegó a aumentar 1 p. p. en su punto máximo.

Este comportamiento contracíclico más marcado de las rentas del trabajo durante la pandemia está sin duda relacionado con las medidas de protección de la renta de los hogares que se implementaron durante el 2020. En particular, destaca la introducción de los ERTE, que permitieron que más de tres millones de trabajadores dejaran de trabajar (de manera total o parcial) sin perder su empleo, de tal modo que su salario no se vio tan afectado como si los hubieran despedido y, además, su reinserción laboral posterior fue mucho más rápida.

1. La literatura económica académica hace muchos años que analiza la caída gradual pero sostenida del peso de las rentas del trabajo sobre el PIB. Véase el Dossier «[Las rentas del trabajo en perspectiva](#)» en el IM02/2014.

**España: peso de las rentas del trabajo sobre el PIB**  
Variación (p. p.)



**Nota:** Para la gran crisis financiera, 0 corresponde al 3T 2008, mientras que para la pandemia, corresponde al 1T 2020.

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

Estas políticas económicas, que han tenido un impacto sobre el comportamiento cíclico del peso de las rentas del trabajo sobre el PIB, también han tenido un reflejo en la manera en la que se distribuyó el ajuste de la caída de la actividad entre los trabajadores. Así, el segundo gráfico muestra las contribuciones al crecimiento de la remuneración de los asalariados según tres márgenes: la remuneración por hora trabajada (salarios), las horas trabajadas por asalariado (margen intensivo) y los asalariados (margen extensivo).

Tal y como se puede observar en el 2020, y en particular en el 2T del año, la caída que se observó de la remuneración de los asalariados fue debida, en su mayor parte, a una caída de las horas trabajadas por asalariado (margen intensivo), mientras que la contribución de la caída del número de asalariados fue mucho menor (margen extensivo). Esta caída de la remuneración de los asalariados que vemos en el 2020 es coherente con el aumento del peso de las rentas del trabajo que hemos visto en el primer gráfico. Así, las rentas del trabajo ganaron peso sobre el PIB porque cayeron en menor medida que el conjunto del PIB.<sup>2</sup>

Asimismo, en el 2T 2021, trimestre en el que se produjo una reapertura significativa de la economía, fue de nuevo el margen intensivo el que impulsó la recuperación de la remuneración de los asalariados, gracias a que los ERTE permitieron una reincorporación muy rápida al trabajo de los trabajadores que se acogieron a esta figura.

Por último, el gráfico también muestra que, desde el 3T 2021, el crecimiento de la remuneración de los asalariados se ha estabilizado y ha pasado a apoyarse de una

2. La remuneración de los asalariados cayó, por ejemplo, en el 2T 2020, un 12,2%, mientras que el PIB descendió un 21%.

manera más clara sobre el crecimiento del empleo (margen extensivo).

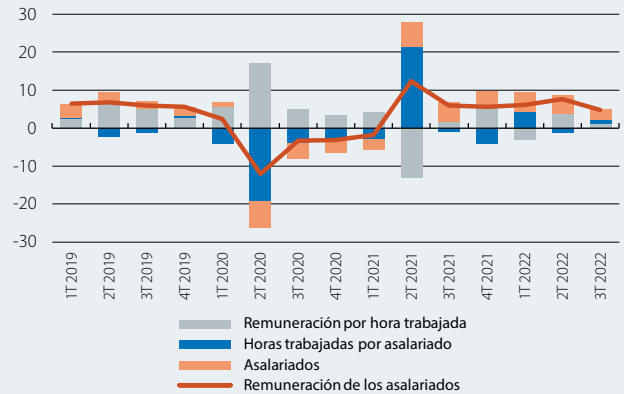
La preponderancia del margen intensivo para explicar las fluctuaciones de la remuneración de los asalariados contrasta con la experiencia durante la GCF. Tal y como muestra el último gráfico, durante la GCF fue el margen extensivo, en lugar del intensivo, el que explicó la mayor parte de la fluctuación de la remuneración de los asalariados.

En definitiva, en este artículo hemos visto cómo las rentas del trabajo aumentaron su peso durante la pandemia en mayor medida de lo que era habitual en el pasado. Este comportamiento más contracíclico tiene origen en el cambio estructural del mercado laboral español. Así, los ERTE permitieron que el mercado laboral se ajustara mediante la reducción de las horas trabajadas por trabajador en lugar de recurrir al despido de manera masiva. De este modo, el impacto de la crisis se ha podido distribuir entre los trabajadores de una manera más uniforme, en lugar de concentrarse en el grupo de trabajadores que pierden el empleo.<sup>3</sup>

Oriol Carreras

### España: remuneración de los asalariados, desglose

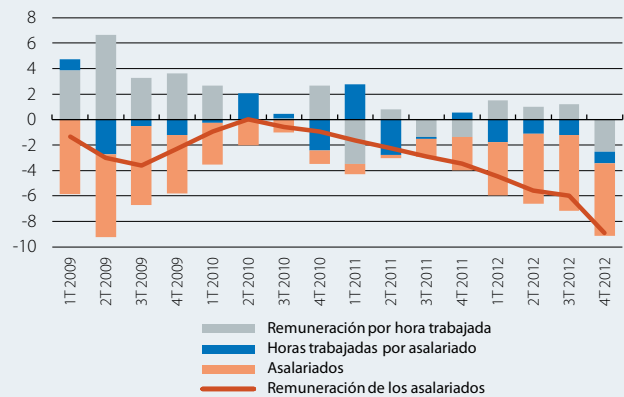
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

### España: remuneración de los asalariados, desglose

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

3. El artículo «La desigualdad salarial en España vuelve a la casilla pre-pandemia» del IM07/2022 muestra cómo la desigualdad en España recuperó el nivel precrisis durante la pandemia mucho más rápidamente que tras la gran crisis financiera. De nuevo, el comportamiento diferencial del mercado laboral durante la pandemia es uno de los factores clave detrás de este resultado.

## Un nuevo plan de choque para mitigar la inflación: todas las claves

El Gobierno aprobó a finales de 2022 un nuevo decreto para mitigar el impacto de la inflación en 2023, que todavía se situará en niveles elevados (en torno al 4,5% de media anual según nuestras previsiones). Su coste será de 10.000 millones de euros (un 0,7% del PIB), aunque no supondrá una revisión al alza de las previsiones de déficit público para 2023 ya que el Plan Presupuestario ya reservaba 10.000 millones para medidas adicionales por la elevada inflación (sin concretar cómo se gastarían). A continuación, analizamos en detalle los tres pilares del plan, a saber, las medidas de apoyo a los hogares, al tejido productivo y, las destinadas al abaratamiento de la factura de la luz.

### Hogares: la gran novedad es la bajada del IVA en alimentos y la eliminación del descuento generalizado de 20 céntimos por litro de carburante

En primer lugar, destaca la reducción del IVA del 4% al 0% en alimentos frescos de primera necesidad (en concreto: pan, harina, leches, quesos, huevos, frutas, verduras, hortalizas y cereales) y del 10% al 5% en pastas y aceite. Se trata de una medida que durará hasta el 30 de junio de 2023, pero a partir de mayo se eliminaría en caso de que la inflación subyacente de marzo o meses posteriores estuviera por debajo del 5,5%. Se estima que el coste fiscal de esta medida, que es generalizada a todos los consumidores y no incluye ni la carne ni el pescado, puede rondar los 650 millones en forma de menores ingresos impositivos.

En segundo lugar, la medida de más enjundia focalizada en los hogares con rentas bajas es un cheque de 200 euros para aquellas familias con ingresos totales en 2022 inferiores a 27.000 euros y cuyo patrimonio al cierre de 2022 sea inferior a 75.000 euros con exclusión de la vivienda habitual. A esta ayuda no se pueden acoger ni pensionistas ni perceptores del ingreso mínimo vital (IMV). Es una medida idéntica a la tomada en 2022 con la diferencia que se amplía el número de beneficiarios: en 2022 el umbral eran ingresos familiares inferiores a 14.000 euros y un patrimonio inferior a 43.000 euros. Se estima que se podrán acoger potencialmente hasta 4,2 millones de familias, de tal forma que su coste se situaría en torno a 840 millones de euros. Será clave agilizar los trámites burocráticos y difundir de forma amplia la existencia de tal ayuda para evitar que ocurra como en 2022, cuando menos del 30% de los 2,7 millones de potenciales hogares que se podían acoger la recibieron.<sup>1</sup>

1. Datos del Ministerio de Hacienda recogidos por los principales medios de comunicación.

En función de la persistencia de las presiones inflacionistas, podría ser deseable aumentar en el futuro la cuantía de esta ayuda, dado que está focalizada en los hogares que más notan el impacto de la elevada inflación. Ello se acompañará de un aumento de las pensiones no contributivas y el ingreso mínimo vital que alcanzará el 15% en 2023 con un coste total de 280 millones de euros.

En tercer lugar, en cuanto al transporte público, entre enero y junio, el Estado realizará un 30% de descuento en el transporte público ofrecido por las comunidades autónomas y entidades locales siempre que estas contribuyan hasta alcanzar un descuento mínimo del 50%. El coste total será de 380 millones de euros a lo que hay que sumar 655 millones de euros que no forman parte de este plan, ya que estaban incluidos en los Presupuestos Generales del Estado de 2023 para la gratuidad de los títulos multiviaje de Cercanías, Rodalies y Media Distancia en todo 2023.

Finalmente, en lo tocante al mercado inmobiliario, se incluye en el plan el ya anunciado tope del 2% sobre la subida del alquiler en caso de que no haya acuerdo entre las partes para todo 2023. Adicionalmente, hasta el 30 de junio se podrá solicitar una prórroga de seis meses con las condiciones anteriores si finaliza el contrato de alquiler.

En cambio, se elimina el descuento generalizado de 20 céntimos por litro de carburante, cuyo coste fiscal al año rondaba los 5.700 millones de euros y se sustituye por ayudas focalizadas en los sectores productivos más afectados por el aumento del precio de los combustibles.

### Tejido productivo: ayudas focalizadas y centradas en mitigar el alza de los combustibles

En materia de transportes se elimina el descuento de 20 céntimos por litro de combustible para todos los usuarios y se sustituye por un descuento de 20 céntimos por litro hasta el 31 de marzo, y de 10 céntimos por litro entre el 1 de abril y el 30 de junio para transportistas profesionales que usen gasóleo (la devolución será mensual a través del impuesto de hidrocarburos) y una ayuda directa (107 millones de euros en total) para los titulares de una autorización de transporte (autobuses, taxis, ambulancias, VTC y mercancías) por el consumo estimado para seis meses, que será de 300 a 3.690 euros.

El sector primario también se beneficiará de descuentos sobre combustibles con ayudas de 20 céntimos por litro hasta el 30 de junio para agricultores y ganaderos (dotación total: 240 millones de euros) a partir del consumo de combustible en 2022. Asimismo, se concederán ayudas

directas por un total de 300 millones de euros a la agricultura por el encarecimiento de los fertilizantes. Además, se concederán ayudas directas al sector pesquero por un total de 120 millones de euros cuya cuantía se determinará en cada caso en función de la estimación del consumo de gasóleo de la embarcación para cubrir los costes adicionales derivados del incremento de los costes del combustible de cada empresa pesquera.

Finalmente, en lo relacionado con la industria, para las industrias de gas intensivas se ha aprobado una línea específica con una dotación de 500 millones de euros gestionada por el ICO con préstamos con un aval público de hasta el 90% para mitigar sus actuales problemas de liquidez y contribuir a descarbonizar el sector. A ello cabe sumar ayudas directas por valor de 450 millones de euros para el sector de la cerámica.

### **Mercado eléctrico: las rebajas impositivas a electricidad y gas se extienden a todo 2023**

La principal medida en este campo es la prórroga a todo 2023 de la rebaja de impuestos en la factura eléctrica: IVA de gas y electricidad del 21% al 5%,<sup>2</sup> impuesto especial sobre la electricidad (IEE) del 4,11% al 0,5% y suspensión del impuesto del valor sobre la producción eléctrica. El grueso de los 10.000 millones del coste presupuestario de este plan se concentra en estas rebajas. Y es que, aunque no se haya dado una estimación para 2023, la merma de ingresos fiscales en 2022 de la rebaja de los impuestos a la electricidad (es decir, sin el gas natural) hasta noviembre ha sido según la Agencia Tributaria de 6.100 millones de euros. Asimismo, se mantiene el tope de 19,55 euros en el precio de la bombona de butano hasta el 30 de junio de 2023 y extiende a 2023 la prohibición de cortes en suministros esenciales y los descuentos del bono social eléctrico.

Se trata de un plan de choque que se deberá ir modulando en función de la evolución de los precios. La parte más elevada de su coste presupuestario continuará viniendo de las rebajas impositivas en la electricidad y el gas. A ello se suman medidas centradas en rebajar el IVA de los alimentos ante la persistencia de las presiones inflacionistas de este componente en los últimos meses. Ello va acompañado de medidas focalizadas en los hogares de menores ingresos y en los sectores productivos más afectados por la subida del precio de los combustibles.

*Javier Garcia-Arenas*

2. La rebaja del IVA afecta a los consumidores con una potencia contratada inferior o igual a 10 kW. La práctica totalidad de hogares se beneficia de la disminución de este gravamen. El tipo del 5% en el IVA se aplicará también al 72,5% de los contratos de suministro de electricidad de empresas y negocios (no domésticos).

**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	10/22	11/22	12/22
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-9,4	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	2,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	-5,2	-3,9	-7,6	-4,8
PMI de manufacturas (valor)	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	44,7	45,7	46,4
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	8,7	3,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	23,0	19,1	...	...
Precio de la vivienda	2,1	3,7	6,4	8,5	8,0	7,6	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	64,7	313,4	311,7	208,4	167,2	143,7	...
PMI de servicios (valor)	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	49,7	51,2	51,6
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-7,1	5,1	0,6	0,4	1,2	0,0	1,0	-0,6	...
Matriculaciones de automóviles	-29,3	158,0	-17,1	-7,5	-10,3	3,1	11,7	10,3	-14,1
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-13,1	-17,6	-26,4	-33,0	-31,6	-28,7	...
<b>Merced de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	-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 <sup>2</sup>	-2,0	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	3,0	2,7	2,4
<b>PIB</b>	<b>-11,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>4,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Precios**

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
General	-0,3	3,1	5,8	7,9	9,1	10,1	7,3	6,8	5,8
Subyacente	0,7	0,8	1,7	3,0	4,9	6,2	6,2	6,3	6,9

**Sector exterior**

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	23,3	23,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	38,1	37,9	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>6,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	16,3	17,9	17,9	14,2	15,3	15,7	15,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-9,5	-6,4	-6,4	-5,7	-6,8	-8,7	-9,4	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>11,9</b>	<b>22,4</b>	<b>22,4</b>	<b>19,8</b>	<b>21,5</b>	<b>19,8</b>	<b>19,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>3</sup>**

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

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

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: señales mixtas en el 4T 2022

Los indicadores relativos al 4T 2022 muestran un comportamiento mixto y sugieren que la economía podría haber evitado la contracción. El indicador de actividad económica se desaceleró en octubre debido a la contracción de la producción industrial, mientras que el sector servicios anotó un crecimiento aún robusto. Sin embargo, el sentimiento de los agentes económicos mejoró en noviembre y se estabilizó en diciembre. Entre los consumidores, la confianza mejoró y los indicadores de consumo de las familias, de hecho, sugieren que este siguió evolucionando positivamente en el trimestre, sobre todo en lo que respecta a los bienes duraderos, en particular automóviles, que en octubre y noviembre superaron en un 3% las ventas del 3T y en un 20% las del 4T 2021. Este tirón del consumo se reflejará en una mayor reducción del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia. Ya en el 3T, las familias utilizaron alrededor de 2.200 millones de euros de los excedentes de ahorro acumulados durante los confinamientos, reduciéndolos a aproximadamente 5.200 millones de euros (2% del PIB). En el mismo periodo, la tasa de ahorro se redujo hasta el 5,1% de la renta disponible, 0,9 p. p. menos que en el 2T.

Para 2023 se espera una desaceleración considerable de la actividad económica. A los signos de agotamiento del ahorro embalsado de los hogares –fundamental para afrontar el repunte de los precios– se suman los aumentos de los costes de financiación y el debilitamiento de la actividad en los principales socios comerciales de Portugal. En este sentido, el Banco de Portugal prevé que el PIB crezca un 1,5% en 2023 (cifra superior a la de BPI Research, que mantiene, de momento, un conservador 0,5%), tras crecer un 6,8% en 2022; no se excluye la posibilidad de una contracción si se materializan los riesgos relacionados con el suministro de gas a Europa.

La inflación termina 2022 con una media del 7,8%. En el último mes del año, la inflación general volvió a mostrar signos de desaceleración y cayó 3 décimas, hasta el 9,6%, fruto de la reducción de los precios de los bienes energéticos. Se espera que esta tendencia continúe a lo largo de 2023, en línea con un comportamiento más débil de la demanda. Sin embargo, esta corrección será gradual, ya que los precios más altos de la energía aún afectan a los precios de otros bienes y servicios –tal y como se refleja en la inflación subyacente– y porque los precios de la energía y los alimentos seguirán tensionados con la prolongada guerra en Ucrania. Así, anticipamos que la inflación en 2023 seguirá estando por encima del 5%.

El sector inmobiliario residencial muestra los primeros signos de desaceleración. Esto se refleja, principalmente, en la disminución del número de operaciones inmobiliarias en el 3T 2022 respecto al trimestre anterior (-3,2%) y por la evolución de las operaciones de crédito para adquisición de vivienda nueva, que en octubre volvió a caer en términos interanuales por cuarto mes consecutivo (-13,6%).

### Portugal: proyecciones macroeconómicas

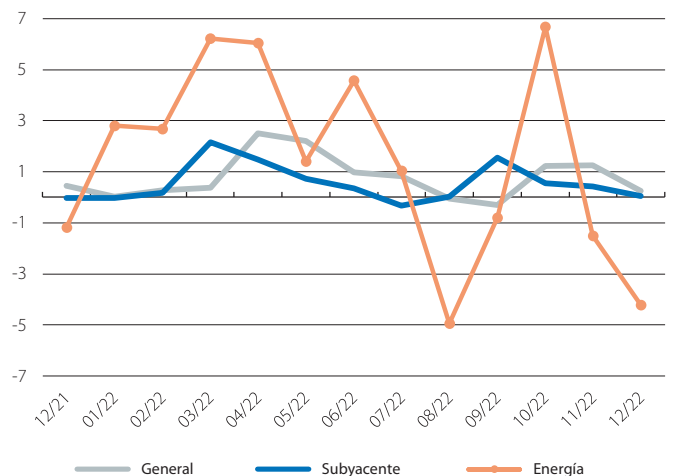
		2021	2022	2023	2024	Acum. 2022-2024
<b>PIB</b>	BdP Dic-22	5,5	6,8	1,5	2,0	10,6
Variación anual (%)	BdP Dic-22 (adverso)		6,8	-0,4	0,3	6,7
	BPI Dic-22		6,7	0,5	2,0	9,4
<b>Tasa de paro</b>	BdP Dic-22	6,6	5,9	5,9	5,9	-0,7
Media anual (%)	BdP Dic-22 (adverso)		5,9	7,1	7,9	1,3
	BPI Dic-22		5,9	6,4	6,1	-0,5
<b>Inflación</b>	BdP Dic-22	1,3	8,1	5,8	3,3	18,1
Media anual (%)	BdP Dic-22 (adverso)		8,1	8,0	5,1	22,7
	BPI Dic-22		7,9	5,7	2,2	16,6

Nota: BdP se refiere a Banco de Portugal.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal y de previsiones propias.

### Portugal: IPC

Variación mensual (%)

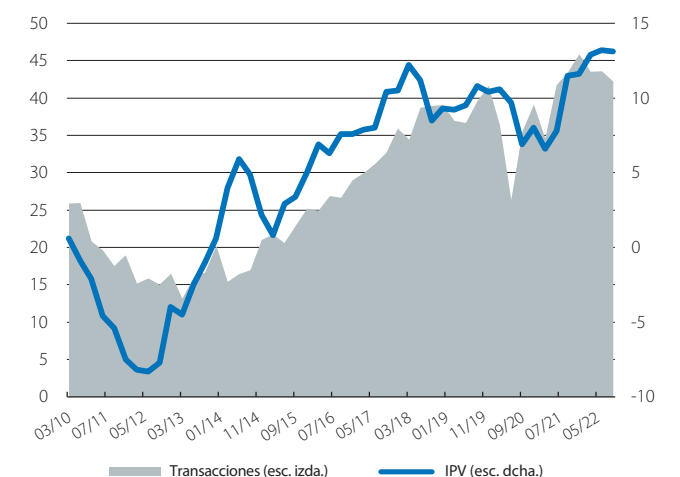


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: venta de casas e IPV

(Miles)

Var. interanual (%)



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

## La paradoja del mercado laboral portugués: elevado paro de larga duración y récord de empleos vacantes

El mercado laboral portugués parece haber entrado en un periodo dorado una vez superada la pandemia de COVID-19: la tasa de paro se encuentra en unos niveles muy bajos, a la vez que los empleos vacantes registran niveles máximos (alrededor del 1,4% del total de ocupados), tal y como se aprecia en el primer gráfico.

Sin embargo, frente a estos datos llama la atención el hecho de que Portugal siga adoleciendo de un elevado paro de larga duración: durante los tres primeros trimestres de 2022 los desempleados de larga duración (es decir, los que llevaban un año o más sin trabajar) y los de muy larga duración (más de dos años) representaban el 46,4% y el 29,4% de la población desempleada. Asimismo, un trabajador que pierde el empleo en Portugal tarda 22 meses de media<sup>1</sup> en encontrar un nuevo trabajo, el doble que en la eurozona, según datos de la OCDE.<sup>2</sup> Pese a que las cifras son abultadas, recordemos que en 2014 el paro de larga duración llegó a suponer cerca del 60% de la desocupación en Portugal.

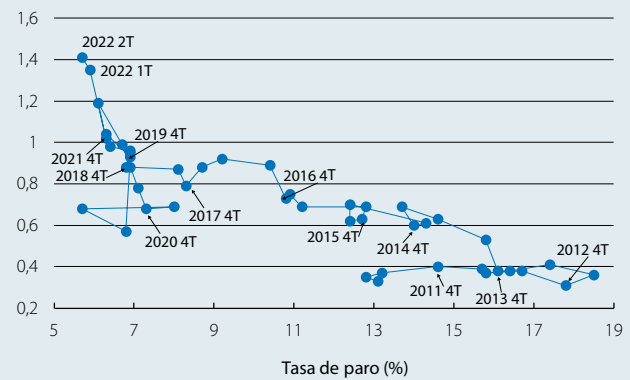
¿Cómo puede explicarse la aparente paradoja entre unos porcentajes en máximos de empleos vacantes por cubrir y el elevado paro de larga duración? El Banco de Portugal nos pone sobre la pista de la respuesta y apunta a que el nivel educativo y la edad podrían ser la clave.

El desajuste entre las competencias que las empresas buscan y las que los candidatos presentan puede explicar la coexistencia de un elevado paro de larga duración con un también elevado número de vacantes. Pero también podría ser una consecuencia, ya que el desempleo de larga duración acarrea una erosión del capital humano en forma de pérdida de cualificaciones de los desempleados. Al analizar el nivel educativo de los desempleados de larga duración en Portugal, se observa que el 44,2% tenía como mucho un nivel básico en 2021 (último dato disponible), en comparación con un 40,3% de media en la eurozona. Sin embargo, después de la pandemia se observa un cierto aumento de la importancia concedida a la formación y a la educación para poder reintegrarse con éxito en el mercado laboral, ya que el 17,1% de los parados de larga duración participaron en actividades de educación y formación ese mismo año, por encima del 11% registrado en 2019.

Este desajuste entre la cualificación de los demandantes de empleo y los perfiles que buscan las empresas podría explicar, por ejemplo, que el número de parados y de

### Portugal: curva de Beveridge

Tasa de vacantes (%) \*

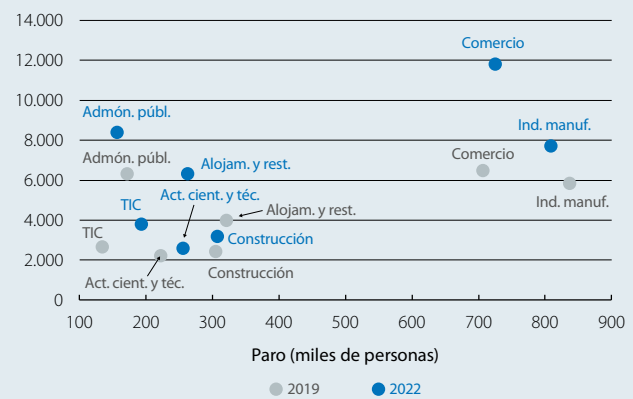


Nota: \* Relaciona el número de puestos vacantes con la suma del número de empleados y el número de puestos vacantes.

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

### Portugal: empleos vacantes y paro por sector (2019 vs. 2022) \*

Empleos vacantes (número)



Nota: \* Promedio registrado en el primer semestre de 2022.

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

vacantes aumentara significativamente en el sector del comercio entre 2019 y 2022 (véase el segundo gráfico). Este dato subraya algunos de los desafíos de la digitalización.

La transición digital demanda nuevas competencias. Más allá de la alfabetización digital, el pensamiento crítico o la *data literacy* figuran entre las 10 que registrarán una mayor demanda en los próximos 10 años. Todo ello sucede en un contexto en el que el 27% de la población tiene unas competencias digitales reducidas o nulas (entre los desempleados el porcentaje supera el 33%).

Por otro lado, la tasa de paro de larga duración aumenta con la edad, el segundo factor en juego: si, en 2021, el 27% de los parados entre 15 y 29 años llevaban más de 12 meses sin trabajar, la proporción alcanzaba el 53% entre

1. Considerando la duración media registrada en los primeros tres trimestres de 2022; datos proporcionados por el INE de Portugal.

2. OCDE, 2021.

los parados de entre 45 y 49 años, y el 59% entre los parados de 50 años o más.

Este comportamiento está asociado, en buena parte, al nivel educativo. Si analizamos el conjunto de la población activa, los individuos de más edad presentan menores niveles de educación; de hecho, el 35% de las personas activas con edades entre los 55 y los 64 años y el 47% de las personas entre los 65 y los 89 años tienen, como mucho, un nivel educativo básico, lo que contrasta con el tramo de edad de los 25-34 años (3%). Esto dificulta su reinserción en el mercado laboral en caso de desempleo, lo que contribuye a periodos más largos de paro y acaba por desalentarles en la búsqueda.<sup>3</sup>

Sin duda, hay otros factores detrás del paro de larga duración, como la actividad económica de origen, pero actualmente lo que más explica el elevado número de empleos vacantes por cubrir es principalmente el desajuste entre las competencias que buscan las empresas y las que ofrecen los candidatos. Por ejemplo, en la industria manufacturera, del 43% de las empresas que indicaban sufrir obstáculos en su actividad en octubre, alrededor del 29% apuntaba a dificultades para contratar personal cualificado (la segunda causa principal), un porcentaje que se aumenta a casi el 67% de las empresas en la construcción y las obras públicas que afirmaban sufrir dificultades en su actividad, y a casi el 86% en el caso de las empresas en el sector del alojamiento y la restauración (en ambos casos apuntado como el principal obstáculo). Por ese motivo, es de vital importancia redoblar los esfuerzos en la mejora de la cualificación y las competencias de los trabajadores, uno de los objetivos del Plan de Recuperación y Resiliencia de Portugal, que destina cerca de 1.370 millones de euros a dicha partida.

*Vânia Duarte*

3. Véase Forbes (2022). «The Top 10 Most In-Demand Skills For The Next 10 Years».



**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Índice coincidente de actividad	-5,3	3,5	7,3	7,0	6,0	...	5,4	5,2	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-6,9	4,5	-2,1	2,0	1,8	...	-1,9	-0,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-15,3	-5,3	-0,1	-2,3	-4,7	-6,6	-6,3	-6,6	-6,9
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	13,5	45,6	-22,6	4,0	...	36,4	...	...
Compraventa de viviendas	-11,2	20,5	25,8	4,5	-2,8	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	8,3	8,6	11,5	14,2	15,8	...	13,5	13,9	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	259,9	298,1	244,4	...	199,8	169,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	-19,0	0,1	13,0	21,1	17,9	8,1	11,1	7,6	5,8
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-3,0	4,9	12,7	3,1	3,3	...	1,0	-2,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	-6,2	4,8	7,1	5,6	3,6	...	2,5	2,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-19,3	-30,5	-31,8	-37,0	-35,2	-37,7	-38,1
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	-1,9	2,8	4,7	1,9	1,1	...	0,8	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	7,0	6,6	5,9	5,7	5,8	...	6,1	...	...
<b>PIB</b>	<b>-8,3</b>	<b>5,5</b>	<b>12,0</b>	<b>7,4</b>	<b>4,9</b>	...	-	-	-

**Precios**

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
General	0,0	1,3	4,3	8,0	9,1	10,0	10,1	9,9	9,6
Subyacente	0,0	0,8	3,1	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,3

**Sector exterior**

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	21,2	18,9	22,8	...	24,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	33,3	31,5	35,2	...	35,8	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,3</b>	...	<b>-4,0</b>	...	...
Bienes y servicios	-3,9	-5,7	-6,9	-6,4	-5,1	...	-5,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,8	3,2	2,7	1,7	0,8	...	1,1	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	...	<b>-1,7</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

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

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

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

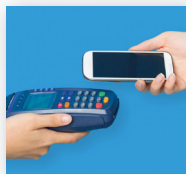
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

## Conoce nuestras publicaciones:



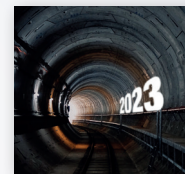
### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.



### Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.



### Dossier Perspectivas 2023

Desgranamos las claves económicas de 2023, tras un año en el que las sorpresas negativas han ido calando en el escenario, desde el riesgo geopolítico y energético hasta la drástica respuesta de los bancos centrales a las presiones inflacionistas.



### Informe Inmobiliario 1S 2023

El sector inmobiliario deja atrás un año 2022 en el que la demanda de vivienda batió todas las expectativas, pero en el que también empezaron a percibirse las primeras señales de enfriamiento.



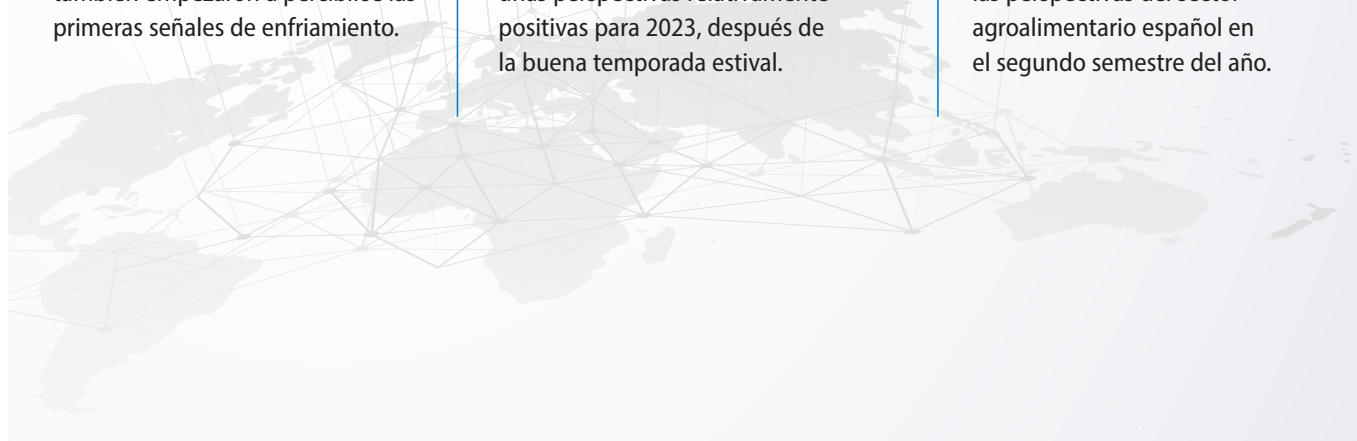
### Informe de Turismo 2S 2022

Pese a que el escenario macroeconómico se presenta como un reto, el análisis de situación de la industria turística nos lleva a tener unas perspectivas relativamente positivas para 2023, después de la buena temporada estival.



### Informe Agroalimentario 2S 2022

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



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](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española  
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://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., 2023

© Banco BPI, 2023

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

