

# IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 483 | NOVIEMBRE 2023



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

### MERCADOS FINANCIEROS

*Del LIBOR al SOFR*

*El petróleo, un mercado tenso y «en tensión»*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*¿Qué significará el de-risking para la UE?*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española*

*Mejora la situación financiera de las familias españolas gracias a la creación de empleo y a la reducción de la deuda*

## DOSSIER: PERSPECTIVAS 2024

*A la búsqueda de estabilidad económica en un mundo inestable*

*Perspectivas para la inflación y la política monetaria en 2024*

*Un nuevo marco fiscal europeo para 2024... ¿será posible?*

*Perspectivas para la economía española en 2024: un año cargado de desafíos*



**CaixaBank**

Research

**INFORME MENSUAL****Noviembre 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***Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

**BPI Research (UEEF)**[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de noviembre de 2023

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS****9 Del LIBOR al SOFR**

Ricard Murillo Gili

**11 El petróleo, un mercado tenso y «en tensión»**

Beatriz Villafranca

**14 ECONOMÍA INTERNACIONAL****16 ¿Qué significará el de-risking para la UE?**

Luís Pinheiro de Matos

**20 ECONOMÍA ESPAÑOLA****22 La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española**

Judit Montoriol Garriga y Erik Solé Vives

**24 Mejora la situación financiera de las familias españolas gracias a la creación de empleo y a la reducción de la deuda**

Javier García-Arenas

**27 ECONOMÍA PORTUGUESA****29 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2024****29 A la búsqueda de estabilidad económica en un mundo inestable**

José Ramón Díez

**31 Perspectivas para la inflación y la política monetaria en 2024****33 Un nuevo marco fiscal europeo para 2024... ¿será posible?**

Rita Sánchez Soliva

**35 Perspectivas para la economía española en 2024: un año cargado de desafíos**

Oriol Carreras

## Claves y perspectivas para 2024

En un mes en el que desgraciadamente el protagonismo lo vuelve a tener el riesgo geopolítico, repasamos en el [Dossier de Perspectivas 2024](#) las principales claves y previsiones para el próximo año. Y la primera idea es precisamente lo compleja que será la vuelta a una macroeconomía en equilibrio en un mundo con unos niveles de inestabilidad geopolítica no vistos en muchas décadas. Es cierto que nuestro escenario central contempla un aterrizaje suave de la economía mundial que permitiría reducir la inflación en los países desarrollados del 4,6% al 2,6%, con un coste asumible en términos de crecimiento del PIB (2,9% en 2024) y empleo; pues tras el estancamiento del primer semestre en buena parte de la OCDE, la actividad se iría recuperando en la segunda parte del año. Pero la fragilidad del ciclo de negocios tras las perturbaciones de los últimos años es muy elevada, sobre todo teniendo en cuenta el potencial desestabilizador a través de expectativas y mercados energéticos que tiene la confluencia en el tiempo de los conflictos bélicos de Oriente Medio y Ucrania.

En este contexto, con los tipos de interés en máximos de los últimos 15 años, uno de los supuestos principales de nuestro escenario central de previsión es la continuidad del proceso desinflacionista, pues por una parte podría dar un buen soporte a los mercados financieros una vez se consoliden las expectativas de un giro monetario, a la vez que seguiría contribuyendo a mejorar la capacidad de compra de los agentes económicos. El problema es que también la evolución de la inflación está sujeta a una elevada incertidumbre, tanto por el comportamiento de factores que escapan al control de los bancos centrales (como el precio del petróleo o el tono de la política fiscal) como por las dudas sobre la inercia de los componentes más tendenciales de la cesta en un contexto en el que no han desaparecido los riesgos de efectos de segunda ronda. En este sentido, el [segundo artículo](#) del Dossier de Perspectivas 2024 de este informe concluye que el *momentum* –variación anualizada y desestacionalizada del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores– de los componentes no sensibles a la energía en la eurozona (40% de la cesta en estos momentos) se sitúa cerca del 3%, muy por debajo de los máximos de 2022, pero todavía un escalón por encima del nivel existente antes de la pandemia y del objetivo del BCE. Por tanto, el impacto directo e indirecto del *shock* energético poco a poco se va desvaneciendo en Europa, aunque se debe mantener la cautela por la complejidad del escenario geopolítico y el riesgo de que algunos precios hayan adquirido una mayor inercia que en el pasado. Esa cautela se puede traducir en el mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales hasta la segunda mitad del año que viene, cuando veríamos un cambio de tendencia en el ciclo monetario (anticipando el retorno de la inflación al objetivo en 2025), aunque todavía con unas condiciones financieras claramente en zona restrictiva.

El próximo año también vendrá cargado de desafíos para la economía española, como repasamos en el [último artículo del Dossier](#) de este mismo informe. Tras una primera parte de 2023 en la que la actividad se vio apoyada por el buen comportamiento del turismo y la bajada de los precios de la energía, a partir del verano hemos asistido a una desaceleración provocada por el impacto de los mayores tipos de interés, la subida del precio del petróleo desde julio y la marcada debilidad del crecimiento en la eurozona, lo que pensamos que llevará a cerrar este ejercicio con un crecimiento medio del 2,4%. Para 2024, nuestro escenario central contempla un avance del PIB del 1,4%, pues es previsible que se mantengan inicialmente los vientos de cara que han debilitado la economía española en los últimos meses, teniendo en cuenta los retardos con los que se transmiten las decisiones monetarias a la actividad, las malas perspectivas para las principales economías de la eurozona (al menos hasta el 2T) y los efectos de una política fiscal algo más neutral, teniendo en cuenta la retirada de las medidas fiscales realizadas para compensar los efectos de la guerra de Ucrania. Es cierto que los riesgos a la baja del escenario son importantes considerando la incertidumbre ligada al comportamiento de los precios de la energía y de los tipos de interés, pero también hay factores mitigantes en el lado positivo, como el buen comportamiento de la renta disponible y de la tasa de ahorro de las familias en los últimos trimestres y la tracción que puedan ejercer sobre la actividad los fondos europeos. Es en este equilibrio inestable en el que nos moveremos el próximo año.

José Ramón Díez  
Noviembre 2023

## Cronología

### OCTUBRE 2023

- 7 Estalla un nuevo conflicto bélico entre Hamás e Israel.
- 20 Grecia recupera el grado de inversión después de que S&P eleve su *rating* soberano a BBB-.

### AGOSTO 2023

- 14 Las Naciones Unidas señalan el mes de julio de 2023 como el más caluroso desde que se tienen registros (174 años).

### JUNIO 2023

- 13 El Banco Popular de China baja tipos en 10 p. b.
- 15 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 4,00%.

### SEPTIEMBRE 2023

- 14 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%.

### JULIO 2023

- 26 La Fed sube tipos en 25 p. b. y sitúa el intervalo objetivo en el 5,25%-5,50%.
- 27 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25%.

### MAYO 2023

- 3 La Fed sube tipos en 25 p. b., hasta el intervalo 5,00%-5,25%.
- 4 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,25% y el *refi* en el 3,75%.
- 5 La OMS declara el fin de la emergencia sanitaria mundial por la COVID-19.

## Agenda

### NOVIEMBRE 2023

- 3 España: producción industrial (septiembre).  
España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 8 Portugal: empleo (3T).
- 9 Portugal: comercio internacional (septiembre).
- 14 Portugal: coste laboral (3T).
- 15 Japón: PIB (3T).
- 17 España: *rating* Fitch.  
Portugal: *rating* Moody's.
- 24 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
- 28 Portugal: créditos y depósitos (octubre).
- 29 España: avance del IPC (noviembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
- 30 España: ejecución presupuestaria del Estado (octubre).  
Portugal: desglose del PIB (3T).  
Eurozona: avance del IPC (noviembre).

### DICIEMBRE 2023

- 1 España: *rating* DBRS.
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).  
Portugal: producción industrial (octubre).
- 12-13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 14 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14-15 Consejo Europeo.
- 18 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 20 Portugal: balanza de pagos (octubre).
- 22 España: contabilidad nacional trimestral (3T).  
España: balanza de pagos y PIIN (3T).  
España: ejecución presupuestaria del Estado (noviembre).
- 26 España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).  
Portugal: precios de la vivienda (3T).
- 28 Portugal: NPL (3T).
- 29 España: avance del IPC (diciembre).  
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).  
Portugal: avance del IPC (diciembre).

## El consumo tira de la economía española

El ritmo de crecimiento de la economía española se ha desacelerado, como atestigua el menor ritmo de avance del PIB en el 3T. La razón principal es la debilidad del entorno externo: la eurozona ha anotado un leve retroceso de la actividad y sus tres principales economías están estancadas. En contraste, el consumo de los hogares en España, uno de los pilares de la economía, sigue presentando buenas cifras.

En general, el consumo de los hogares fluctúa menos que el conjunto de la economía a lo largo del ciclo. Así, cuando nos encontramos en una fase expansiva, normalmente el consumo crece a un menor ritmo que el del PIB. En cambio, cuando el crecimiento del PIB se modera, el consumo suele templarse de forma más suave. Este es el patrón que probablemente observaremos los próximos trimestres.

Pero no todas las tipologías de consumo se comportan igual. Hay partidas, como las relacionadas con el ocio, la restauración, el textil y la moda y otros bienes duraderos, que presentan oscilaciones más importantes que las del conjunto de la economía y suelen ser un buen indicador del momento del ciclo. En cambio, el gasto en bienes de primera necesidad, como la alimentación o el gasto en farmacias, es más estable a lo largo del tiempo.

Por ejemplo, durante las dos últimas recesiones, la caída del consumo en bienes duraderos llegó a retroceder más del doble que el consumo agregado. En cambio, entre 2014 y 2019, este último aumentó un 14%, mientras que el gasto en bienes duraderos creció un 42%. La recuperación tras la COVID-19 ha seguido una pauta similar: mientras que el consumo total de los hogares solo recuperó el nivel previo a la pandemia en el 3T 2023, el consumo de bienes duraderos ya hace más de un año que alcanzó este hito, y ahora ya se encuentra un 7% por encima.

Los últimos datos disponibles siguen ofreciendo un mensaje globalmente positivo, aunque se aprecian algunos matices importantes. Según el Monitor de consumo en tiempo real de CaixaBank Research, el gasto presencial y *on-line* realizado con tarjetas de CaixaBank y los reintegros crecieron un 3,8% interanual en octubre. Un ritmo de avance notable, aunque algo inferior al 5,5% registrado en el 3T. En cambio, cuando analizamos las distintas partidas de gasto, se observan diferencias que corroboran las peculiaridades del comportamiento del consumo que mencionábamos al inicio.

El gasto en bienes de primera necesidad sigue presentando un crecimiento sólido, por encima del 10%, en parte por el notable aumento en términos interanuales del precio de los alimentos. En cambio, las partidas más sensibles al ciclo económico presentan trayectorias distintas. Por un lado, el gasto en ocio y restauración sigue creciendo con fuerza, mientras que, en el lado opuesto, el gasto en *retail* fue más débil y llegó a registrar tasas de crecimiento negativas. Seguramente no es un síntoma de debilidad, sino consecuencia de las elevadas temperaturas del otoño, que han pospuesto determinadas compras que se solían hacer en esta época del año. Ahora que finalmente parece que llega el frío, es posible que se observe una normalización. Podremos verificar esta hipótesis en tiempo real en el [Monitor de consumo de CaixaBank](#) que pueden consultar en nuestra web.

Durante el próximo año es probable que el consumo se consolide como el principal sostén de la economía española. Por un lado, algunos de los factores que han limitado su recuperación hasta la fecha posiblemente irán de más a menos. La inflación, por ejemplo, debería consolidar una trayectoria descendente, especialmente la subyacente, que todavía se encuentra en cotas relativamente elevadas. Por otro lado, no se espera que los tipos de interés de referencia del BCE suban más y, de hecho, es probable que empiecen a bajar a partir de mediados de año. En este contexto, el euríbor a 12 meses podría haber tocado techo ya, y durante el próximo año las expectativas de mercado apuntan a que podría moderarse hasta cerrar alrededor del 3%.

Por último, a pesar de las dificultades del momento, la posición financiera de las familias se encuentra menos tensada de lo que se esperaba hace unos trimestres. La renta bruta de las familias registró una tasa de crecimiento histórica en el 2T y la tasa de ahorro se situó por encima del 10% de la renta de los hogares. Como se analiza en el [Dossier de Perspectivas 2024 de este Informe Mensual](#), este dato supone un importante colchón para que los hogares puedan mantener su consumo los próximos trimestres. Todo ello hace pensar que el consumo de los hogares podrá seguir tirando de la economía española por un buen tiempo.

**Oriol Aspachs**

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	0,79	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,65	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,48	5,50	3,15
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	0,13	0,66	4,30	4,20	2,80
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	0,92	1,46	3,62	3,60	3,10
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	4,00	3,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,50	4,00
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,91	3,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,87	3,19
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,82	2,94
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,95	3,00
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	4,08	3,06
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,15	2,50
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,70	2,60
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,05	2,82
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,13	2,99
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,80	3,60
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	3,22	3,04
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,24	3,14
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,60	3,45
Prima de riesgo	19	314	60	65	97	90	85
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,07	1,12
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,87	0,89
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	85,0	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	79,4	70,5

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	-2,8	6,3	3,5	2,8	2,9
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,4	-4,2	5,6	2,6	1,4	1,1
Estados Unidos	2,7	1,8	-2,2	5,8	1,9	2,0	0,8
Eurozona	2,2	0,8	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,7
Alemania	1,6	1,2	-4,2	3,1	1,9	-0,4	0,3
Francia	2,2	1,0	-7,7	6,4	2,5	0,8	0,7
Italia	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	0,7	0,6
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
España	3,7	0,6	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,4
Japón	1,4	0,4	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,7	1,2	-10,4	8,7	2,5	0,6	0,5
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,5	4,9	-1,8	6,9	4,1	3,9	4,2
China	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6
India	7,2	6,8	-6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	-3,3	5,0	2,9	2,2	1,8
México	2,3	1,5	-8,7	5,8	3,9	2,7	1,9
Rusia	-	1,4	-2,7	5,6	-2,1	1,0	1,3
Turquía	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polonia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	3,2	4,7	8,7	6,9	5,2
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,6	2,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,4
Eurozona	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	3,1
Alemania	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,3
Francia	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,3	2,9
Italia	2,4	1,4	-0,2	1,9	8,7	6,6	2,9
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
España	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Japón	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	7,5	3,6
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	8,5	7,1
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,7	2,0
India	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	9,3	5,3	4,5
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rusia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	5,6	5,2
Turquía	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polonia	3,5	2,0	3,7	5,2	14,3	11,7	6,7

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	7,2	4,8	1,6	1,4
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,1	3,6	3,4	-0,2	2,4	1,3
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,4	-9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Bienes de equipo	4,9	0,1	-12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construcción	5,7	-2,9	-9,2	0,4	2,6	4,3	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	-20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	-15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-11,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	2,2	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,1	11,8
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Costes laborales unitarios	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,9	3,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	0,8	0,6	1,8	1,7
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	-6,6	-10,1	-6,8	-4,7	-4,2	-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	-7,0	4,7	5,7	1,1	0,8
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,4	1,1	1,2
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	1,3	5,0
Bienes de equipo	3,2	2,6	-5,4	15,3	5,5	-	-
Construcción	-1,5	-2,6	1,0	7,4	1,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,7	4,8	0,7	1,7
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	5,5	2,4
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	1,5	2,4
<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>2,4</b>	<b>1,8</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	1,1	0,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,6	6,5
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	1,2	1,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	2,3	2,6
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,1	-0,1

Previsiones



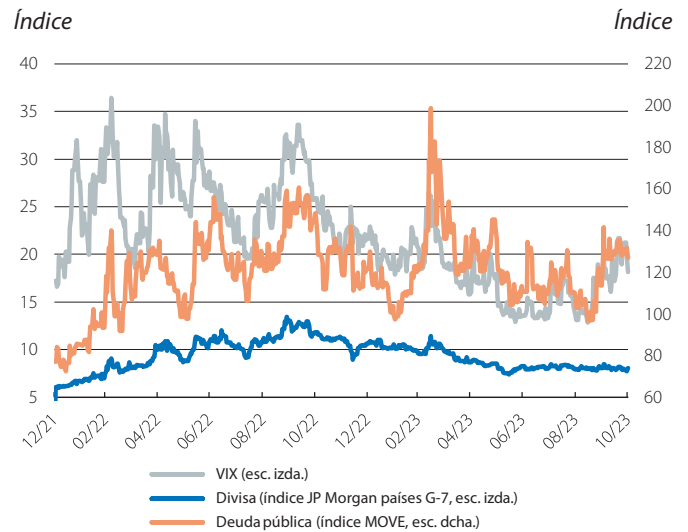
## La política monetaria en modo «pausa»

**Los bancos centrales centran la atención a pesar del conflicto entre Israel y Hamás.** El tramo final del año empezó marcado por dos grandes catalizadores. El primero fue el estallido de un nuevo foco de inestabilidad geopolítica, el conflicto entre Israel y Hamás, que inicialmente generó un repunte de la volatilidad en la mayoría de los activos, y el incremento de la cautela de los inversores. En el transcurso de las semanas, y a pesar del potencial desestabilizador de la región en caso de escalada, el nerviosismo inversor se moderó debido a la percepción local del conflicto y la atención giró hacia los principales bancos centrales (el segundo catalizador). Primero el BCE y luego la Fed coincidieron al mantener sin cambios sus tipos oficiales en octubre, hecho que reforzó la visión de que el endurecimiento monetario ha tocado techo, y sirvió de aliciente para la recuperación del apetito por el riesgo de los inversores, aunque de manera relativamente contenida.

**Las commodities soportan la presión de la crisis.** A diferencia de lo ocurrido en la invasión de Ucrania por Rusia, los precios de las materias primas, y en especial de la energía, resistieron favorablemente el *shock* inicial de la crisis en Oriente Medio. Esto se habría debido, en parte, a que ninguno de los países implicados en el conflicto son productores de referencia de recursos básicos y a que el contexto monetario internacional (con tipos de interés altos por más tiempo) ayuda a amortiguar un auge de los precios, vía menor demanda. No obstante, los precios se mantuvieron volátiles ante la elevada incertidumbre del entorno, así como por el riesgo de que una extensión del conflicto a más países tuviera mayores repercusiones sobre la producción y el tránsito comercial de algunas materias energéticas. Mientras el precio del barril de Brent tuvo un comportamiento de ida y vuelta y finalizó sobre los niveles de comienzo de mes, el precio del gas natural (el TTF holandés) se encareció hasta niveles de hace ocho meses, además, por factores exógenos de carácter temporal (como el sabotaje a un gaseoducto en Finlandia y la huelga de una empresa gasística en Australia).

**Los bancos centrales se toman una pausa y advierten que mantendrán la política restrictiva el tiempo que sea necesario.** Después de más de un año de subidas de los tipos de interés y del tensionamiento de las condiciones financieras, las principales economías avanzadas han comenzado a mostrar signos claros de enfriamiento, principalmente a través de sus tasas de inflación. Aunque todavía se encuentran por encima de los niveles deseables por sus respectivas autoridades monetarias, el hecho de que la desinflación haya sido notable y sostenida fue clave para que los principales bancos centrales decidieran poner en pausa el ciclo de subida de tasas en sus últimas reuniones. Con todo, todavía están lejos de dar por terminada la lucha contra la inflación y, en este sentido, reiteraron un sesgo restrictivo y la intención de mantener los tipos elevados por un buen tiempo. Así, el BCE en su reunión de octubre dejó los tipos de interés en los niveles fijados en septiembre (el *depo* al 4,00% y el *refi* al

### Volatilidad en los mercados financieros



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

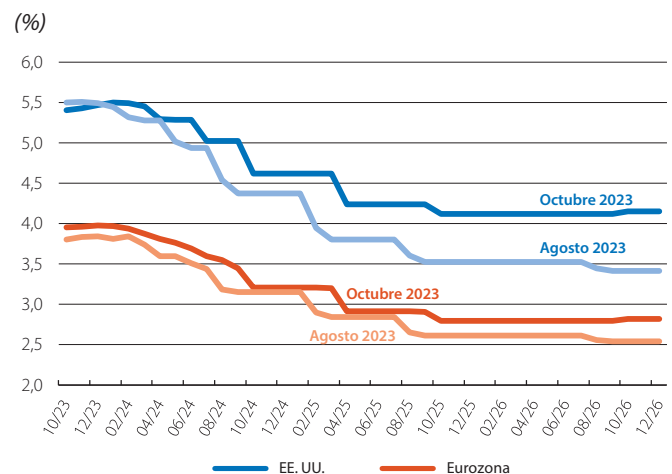
### Materias primas

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Israel/ Hamás *	Octubre	En el año	2022
<b>Commodities</b>	Índice	104,7	2,0	0,9	-7,2	13,8
<b>Energía</b>	Índice	36,8	1,2	-1,2	-10,8	-4,4
Brent	\$/barril	85,7	1,3	-5,5	-0,3	33,5
Gas natural (Europa)	€/MWh	47,6	24,4	20,9	-37,7	-0,3
<b>Metales preciosos</b>	Índice	217,7	7,7	7,9	1,3	25,3
Oro	\$/onza	1.986,3	8,4	8,7	8,9	44,8
<b>Metales industriales</b>	Índice	138,8	-0,1	-2,1	-16,0	6,1
Aluminio	\$/Tm	2.236,5	-0,1	-4,7	-6,0	16,7
Cobre	\$/Tm	8.109,5	0,8	-1,9	-3,1	12,4
<b>Agricultura</b>	Índice	64,6	1,1	0,6	-6,1	-1,9
Trigo	\$/fanega	562,3	-1,1	-0,4	-29,0	7,5

Nota: \* Toma de referencia de los precios de cierre del 6 de octubre.

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

### Fed y BCE: expectativas sobre los tipos de interés de referencia



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

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

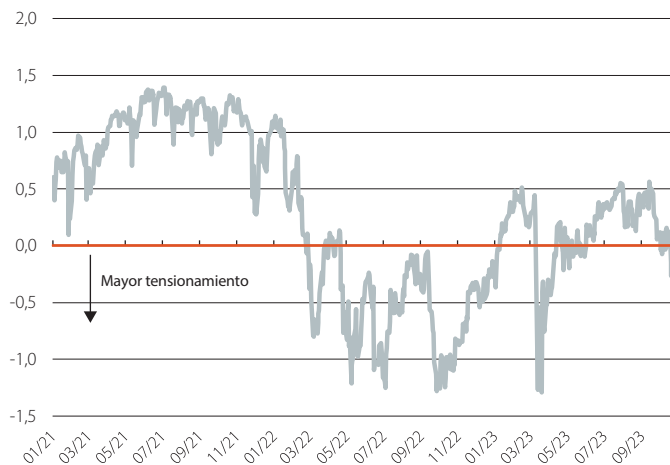
4,50%), mientras que la Fed mantuvo los tipos en el 5,25%-5,50% y, aunque reconoció que las condiciones financieras se han seguido tensionando, dejó la puerta abierta a subidas adicionales dada la fortaleza de la economía estadounidense. En ambos casos, los mercados financieros interpretaron que las pausas ponían fin al ciclo de subidas de tipos a los dos lados del Atlántico. En otras economías avanzadas, los bancos centrales de Canadá e Inglaterra también optaron por mantener sus tasas sin cambios en el 5,00% y el 5,25%, respectivamente. El contrapunto lo puso el Banco de Japón, que, todavía con una política muy expansiva, dio un pequeño paso hacia la retirada de su política de control de la curva de tipos soberanos (el Banco de Japón fija un «techo» del 1,0% para el tipo soberano a 10 años, una cota que a partir de ahora probablemente tratará con más flexibilidad al considerarla, formalmente, como solo una «referencia»).

**Mejora de las pendientes de las curvas soberanas.** En las sesiones previas a las reuniones de la Fed y el BCE, y a pesar de la incertidumbre geopolítica, la expectativa de un entorno monetario marcado por el *higher for longer* fue el principal catalizador de los mercados soberanos. En EE. UU., este sentimiento se afianzó con la publicación de datos de actividad que mostraron que la economía se mantenía resiliente, y presionó notablemente al alza la rentabilidad de los bonos a largo plazo, que en el caso del *treasury* a 10 años alcanzó el 5% (momentáneamente) por primera vez en 16 años. Sin embargo, tras la reunión de la Fed, los datos del mercado laboral mostraron cierta pérdida de tracción y, nuevamente, las rentabilidades de la deuda soberana descendieron junto con la menor expectativa de los inversores de nuevas alzas de tipos por parte de la Fed. En la eurozona, por el contrario, la debilidad de los datos económicos propició el ajuste a la baja en los rendimientos de los tramos más a corto plazo, mientras que los tramos largos terminaron contagiándose del descenso final de los tipos soberanos de EE. UU. Las primas de riesgo de los países de la periferia europea se estrecharon, especialmente la de Italia después de que S&P mantuviera su calificación crediticia. Por su parte, en el mercado de divisas, el dólar capitalizó la mejora de rentabilidad de su curva frente a la de la eurozona y se mantuvo alrededor del 1,05 frente al euro.

**Las bolsas suman tres meses seguidos de descensos.** Pese a registrar un saldo anual positivo del 7%, el MSCI World Index cedió cerca de un 2% en octubre, resultado de la confirmación de la continuidad de los tipos de interés en niveles elevados y durante más tiempo, tanto en las economías avanzadas como en las principales emergentes, y de la cautela de los inversores ante la inestabilidad de algunos riesgos geopolíticos. Además, ambos factores coincidieron con el inicio de la campaña de resultados empresariales del 3T en EE. UU. y la eurozona. Hasta el cierre de octubre, el balance era mixto, puesto que los beneficios estaban superando las expectativas en más de un 70%, en el caso de EE. UU., pero el ritmo de crecimiento de estos fue el más bajo en los últimos trimestres, y las perspectivas para 2024 eran menos optimistas. En suma, estos factores penalizaron la capitalización de las principales bolsas occidentales, que en el mes se dejaron de media un 3%, y las de las emergentes, donde a pesar de los nuevos estímulos monetarios y fiscales en China, sus principales índices bursátiles también descendieron.

## EE. UU.: condiciones financieras

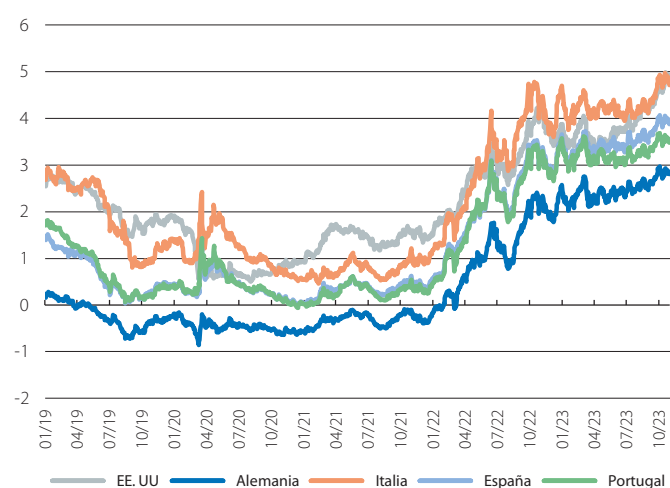
### Índice



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

## Evolución de los tipos soberanos a 10 años

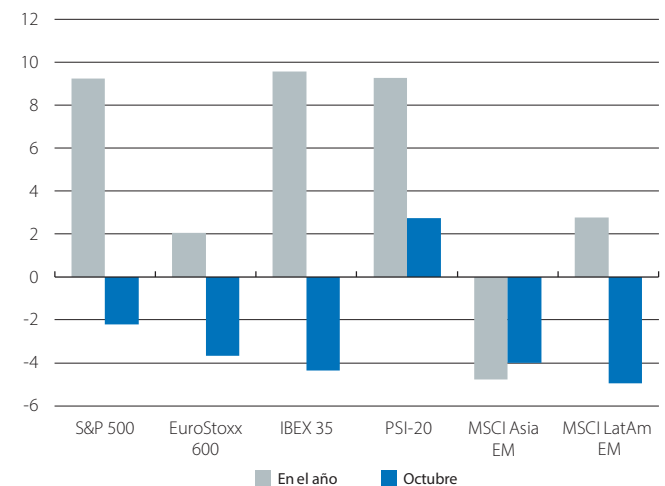
### (%)



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

## Principales índices bursátiles

### Variación (%)



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

## Del LIBOR al SOFR

El 30 de junio de 2023 se dejaron de publicar datos sobre el USD LIBOR, el tipo de interés al cual los bancos se prestaban dólares estadounidenses entre sí. No se trató de un fin brusco, pues desde 2017 las autoridades competentes venían alertando de la necesidad de abandonar el LIBOR en favor de otra referencia, el SOFR. A continuación, explicamos a qué se refieren estas siglas y qué diferencias hay entre ellas.

### ¿Qué era el LIBOR y por qué dejó de publicarse?

LIBOR son las siglas de *London InterBank Offered Rate* y era el tipo de interés promedio de las transacciones que un panel de bancos realizaba diariamente entre sí, para cada divisa y vencimiento, y estaba regulado por la FCA.<sup>1</sup> Es decir, en un día concreto, de todos los préstamos denominados en, por ejemplo, dólares que los bancos se concedían entre sí a un mes vista, se calculaba el tipo de interés promedio al que se habían realizado estas operaciones para obtener el USD LIBOR a 1 mes. La importancia de este tipo de interés era capital, puesto que el tipo de interés de muchos préstamos a particulares y empresas no financieras estaba ligado a su evolución.

Sin embargo, tras la crisis financiera y, en parte, por la menor voluntad de los bancos de prestarse liquidez entre ellos, el número de operaciones de este tipo descendió marcadamente. A partir de entonces, el promedio dejó de calcularse de acuerdo con las operaciones realizadas, pasando a fijarse como el resultado de una encuesta sobre cuál sería el tipo de interés al que se concederían los préstamos,<sup>2</sup> lo que le restaba representatividad e, incluso, había generado episodios de malas prácticas.

Dada la relevancia del LIBOR, la FCA empezó a trabajar en la búsqueda de alternativas al tipo de interés interbancario base antes de interrumpir la publicación de los LIBOR en enero de 2022, para el caso de los LIBOR denominados en libras esterlinas, y en los japoneses y francos suizos, y en junio de 2023, para los denominados en dólares estadounidenses.<sup>3</sup>

### ¿Qué es el SOFR y cómo soluciona los problemas del LIBOR?

Centrándonos en el caso del dólar estadounidense, el SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) es un tipo de inte-

1. Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

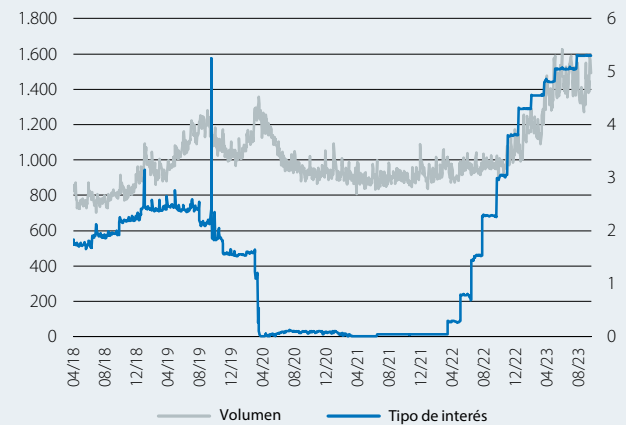
2. Andrew Bailey, actual presidente del Banco de Inglaterra y entonces presidente de la FCA, explicó que para una divisa y vencimiento concretos se produjeron solamente 15 transacciones en todo 2016. Véase *The future of LIBOR*, discurso de Andrew Bailey el 27 de julio de 2017 en Bloomberg, Londres.

3. En este artículo nos centramos en el caso de EE. UU. y su nuevo tipo de interés de referencia, el SOFR, pero para los países antes citados también hay nuevos tipos alternativos que han sustituido al LIBOR. En el Reino Unido la principal referencia ahora es el SONIA (*Sterling Overnight Index Average*); en Suiza, el SARON (*Swiss Average Rate Overnight*), y en Japón, el TONIA (*Tokio Overnight Average Rate*) y el TIBOR (*Tokio Interbank Offered Rate*).

### Secured Overnight Financing Rate (SOFR)

(Miles de millones de dólares)

(%)



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

rés desarrollado por la Reserva Federal de EE. UU. que se publica desde 2018. Este tipo de interés es el resultado de calcular el promedio ponderado de todos los préstamos a un día que se prestan diversas entidades financieras entre sí dentro del sistema de la Reserva Federal. Conceptualmente, esto lo asemeja al LIBOR. Sin embargo, como veremos más adelante, hay diferencias relevantes. De hecho, desde el inicio de su cálculo, el volumen de transacciones diario con el cual se ha calculado el SOFR es de más de 1 billón de dólares, en promedio, con un valor mínimo de 0,7 billones de dólares, lo que limita la problemática principal del LIBOR: la baja representatividad.<sup>4</sup> Además, el SOFR lo publica la Reserva Federal de Nueva York según las transacciones observadas en vez de transacciones reportadas.

### ¿Son equivalentes LIBOR y SOFR?

Conceptualmente, ambos son tipos de interés resultado de observar las transacciones entre entidades financieras. Sin embargo, para el caso del SOFR los préstamos utilizados para el cálculo de la referencia están garantizados con deuda soberana estadounidense como colateral (*secured*), mientras que los préstamos utilizados para calcular el LIBOR no tienen ningún colateral (*unsecured*). Esto hace que el riesgo de las operaciones con las que se calcula el SOFR sea, por lo general, menor que en las operaciones utilizadas para el LIBOR y, por ende, el tipo de interés es algo inferior.

Otra diferencia relevante es que para el SOFR solamente se publica, por definición, el tipo de interés a un día, mientras que para los LIBOR se reportaban también los tipos de

4. Esta mayor representatividad es resultado, en parte, de incluir otras entidades financieras (aseguradoras o gestoras de fondos, entre otras) además de los principales bancos. Para más detalles sobre las transacciones y el cálculo del SOFR, véase <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr>.

interés de las transacciones interbancarias a 1 semana, 1 mes, 3, 6 y 12 meses. Para poder obtener el tipo de interés a estos vencimientos, el Chicago Mercantile Exchange (CME) calcula el tipo de interés implícito a partir de los futuros sobre el SOFR a estos plazos y los publica en su página web.

Con todo, y reconociendo las diferencias entre LIBOR y SOFR, este último nos ofrece una continuidad razonable como métrica de los tipos de interés interbancarios en EE. UU.

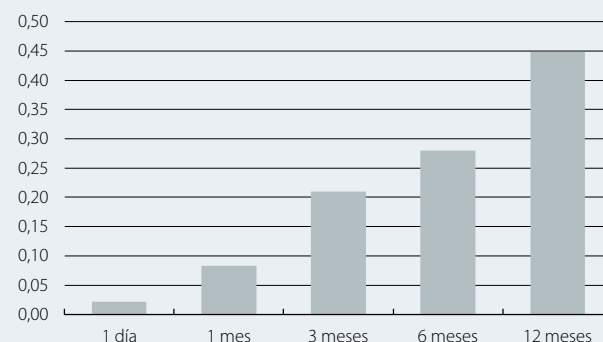
### ¿Y el euríbor?

La revisión de este tipo de referencias interbancarias con el fin de mejorar su representatividad se llevó a cabo para todas las principales divisas de las economías avanzadas, y el euríbor a distintos meses no fue una excepción. Sin embargo, a diferencia del LIBOR, para el euríbor se mejoraron los métodos de cálculo y, desde 2019, se publica el mismo indicador pero con una metodología mejorada.<sup>5</sup>

*Ricard Murillo Gili*

### Diferencial entre el LIBOR y el SOFR a distintos vencimientos

(p. b.)



**Nota:** Muestra desde enero de 2020 hasta junio de 2023, excepto para los 12 meses, que mostramos desde septiembre de 2021.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global, vía Refinitiv.

5. Para más detalles, véase el Focus «[Preguntas y respuestas sobre el euríbor](#)» en el IM07/2022.

## El petróleo, un mercado tenso y «en tensión»

El conflicto entre Israel y Hamás que explotó a principios de octubre es ante todo una tragedia humanitaria. Aunque todavía es muy complicado cuantificar el impacto de la escalada bélica sobre la economía mundial, sí que está claro que uno de los principales focos de atención recae sobre el mercado de petróleo, dada la geolocalización del conflicto y el riesgo de que involucre a más países del Oriente Próximo. Hasta la fecha, los mercados financieros han reaccionado con relativa cautela, aunque la volatilidad ha repuntado. En el mercado de crudo, se ha producido cierta presión al alza sobre los precios del barril. No obstante, para entender mejor las perspectivas de este mercado, primero debemos dar un paso atrás, dado que parte de las tensiones en los precios del petróleo se venían cotizando desde el verano.

### Los desequilibrios entre la oferta y la demanda

Los mercados mundiales de crudo comenzaron a experimentar un mayor ajuste a mediados de julio, a medida que el equilibrio entre la oferta y la demanda empezaba a dar signos de inestabilidad. El nerviosismo se acrecentó después de que Arabia Saudí<sup>1</sup> anunciara por sorpresa, a comienzos de septiembre, que extendería la reducción voluntaria –adicional a los acuerdos de la OPEP– de 1 millón de barriles al día (b/d) hasta finales de año. Con esta medida, su producción se mantendría alrededor de los 9 millones de b/d hasta el cierre de 2023, el nivel más bajo en varios años. En paralelo, Rusia,<sup>2</sup> aliada de la OPEP, también extendió la reducción de sus exportaciones en 300.000 b/d. Ambas medidas se sumaron a los recortes ya vigentes de la OPEP y sus aliados, que en junio extendieron hasta finales de 2024, y coincidieron en un momento en el que las existencias de crudo y destilados de EE. UU.<sup>3</sup> (primer productor mundial) se encontraban en niveles excepcionalmente bajos y la demanda global de petróleo se encaminaba a niveles récord,<sup>4</sup> a pesar de las dudas sobre el crecimiento económico de China.<sup>5</sup>

1. Arabia Saudí es el primer país productor de la OPEP, con una cuota de producción actual estimada del 32,2% dentro de la organización. A nivel mundial, es el segundo mayor productor por detrás de EE. UU., y en 2022 su producción ascendió a los 12,1 millones de b/d.

2. Rusia es el tercer mayor productor de petróleo mundial (11,2 millones b/d en 2022). Se estima que la cuota de mercado conjunta de Arabia Saudí y Rusia supera el 40% del total de la OPEP y aliados.

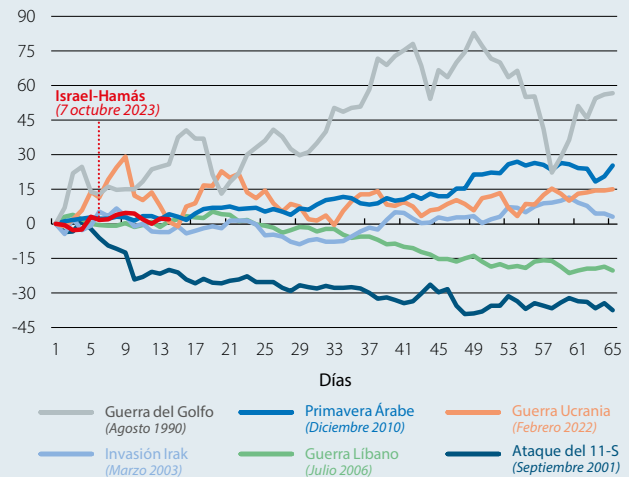
3. A pesar de que su producción ascendió a 17,7 millones b/d en 2022, EE. UU. es importador neto de crudo porque sus refinerías no están preparadas para procesar las nuevas variedades de petróleo que produce el país, más ligero y con poco azufre (esquisto).

4. OPEP e IEA estiman que en 2023 la demanda global de petróleo se situará alrededor de los 102 millones de b/d, impulsada en gran medida por la demanda de países no-OCDE (principalmente China e India) y por el consumo del combustible para aviación (queroseno).

5. A pesar de la moderación del ritmo de crecimiento de su economía, las importaciones de petróleo de China, incluidos los productos refinados, han aumentado entre enero y septiembre un 19% interanual, impulsadas por el aumento del tráfico de viajeros, la industria y el consumo de los hogares.

### Impacto de eventos geopolíticos en el precio del petróleo

Variación (%)



**Nota:** Datos a 25 de octubre de 2023.

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

La suma de estas circunstancias favoreció la escalada de los precios del barril de Brent entre julio y septiembre hasta los 96 dólares, un aumento de más de un 20% que situó el precio en el nivel máximo desde noviembre de 2022 y que, además, fue acompañado de un desplazamiento al alza de toda la curva de precios futuros del crudo. Pero en el inicio del 4T 2023, la retórica del *higher for longer* de los principales bancos centrales enfrió parte de la euforia compradora y los precios se relajaron cerca de 10 dólares por barril.

### Un riesgo apenas previsto

En los primeros 20 días de conflicto entre Israel y Hamás, el precio del petróleo, impulsado por las primas de riesgo vinculadas a la incertidumbre de la guerra, se ha encarecido cerca de un 7% y cotiza alrededor de los 90 dólares el barril. Con todo, y respecto a episodios pasados donde las tensiones geopolíticas implicaban directamente a países de Oriente Medio, la reacción inicial del precio del barril fue «contenida». En parte, esta «contención» refleja el hecho de que, desde la crisis de 1973, la cuota de producción de países como EE. UU. y Rusia se ha incrementado en detrimento de la de la OPEP, y a que en los últimos años han mejorado las relaciones comerciales y diplomáticas que mantienen muchos países del Golfo con Israel.<sup>6</sup>

6. En 2020, Emiratos Árabes Unidos, Baréin, Sudán y Marruecos junto con Israel firmaron los Acuerdos de Abraham, con el fin de normalizar las relaciones diplomáticas y comerciales. En las semanas previas a la guerra, Arabia Saudí también estaba cerca de formalizar sus relaciones comerciales con Israel.



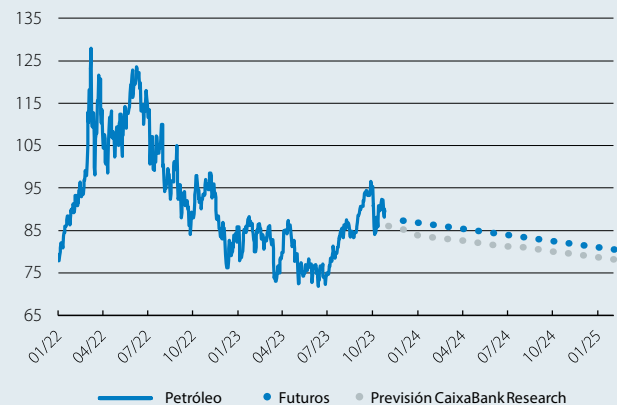
No obstante, la situación actual ha puesto de relieve un riesgo geopolítico apenas tenido en cuenta en los últimos años. Ni Israel ni Palestina son importantes productores de crudo, pero el vínculo de Irán<sup>7</sup> con Hamás resalta los fuertes riesgos para el escenario energético ante una eventual escalada bélica que incluyera a más países. Llegado el caso, uno de los escenarios que mayor inquietud despierta entre inversores y analistas es la participación de Irán en el conflicto, debido a que por su situación geográfica tiene dominio sobre el estrecho de Ormuz, por donde circula entre el 30% y el 40% del total del crudo que se exporta por vía marítima (entre un 15% y un 20% de la producción mundial) y en torno al 20%-25% del comercio marítimo mundial de gas natural licuado.

### Los precios del petróleo seguirán *higher for longer*

Además de los esfuerzos diplomáticos que se están realizando por parte de países y organizaciones internacionales para resolver el conflicto, los principales actores del mercado del petróleo están intentando avanzar en medidas para amortiguar los efectos que podría tener un empeoramiento de la guerra sobre los precios del crudo. EE. UU. ha levantado temporalmente las sanciones petroleras sobre Venezuela,<sup>8</sup> al menos durante seis meses. También su Departamento de Energía ha anunciado que, para incrementar las reservas estratégicas, planea comprar 6 millones de barriles a 79 dólares el barril. Por otro lado, Arabia Saudí ha manifestado que no tiene planes de ampliar los recortes de producción y que dispone de suficiente capacidad ociosa para volver a relanzar la oferta. Con todo, en el momento de escribir estas líneas, los inversores no parecían considerar suficientes las medidas anunciadas y las primas de riesgo aplicadas a los precios se mantenían elevadas.

En resumen, de cara al próximo año todo apunta a que los precios del barril de crudo continuarán elevados. La presión sobre las existencias mundiales de petróleo, palpables antes de la guerra, con toda probabilidad se mantendrán al menos hasta principios de 2024, cuando los países productores podrían recuperar sus cuotas de extracción. De todas formas, también cabe tener presente que la demanda de China seguirá respaldando el aumento del crecimiento de la demanda mundial.<sup>9</sup> Así, los futuros

### Precio del petróleo Brent (Dólar/barril)



**Nota:** Datos a 25 de octubre de 2023.

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

apuntan a precios algo superiores a los 80 dólares en el conjunto de 2024. Con todo, estas cifras son muy sensibles a cambios en la guerra en Oriente Próximo que, de extenderse en el tiempo o a más países, intensificaría las presiones sobre la oferta y las primas de riesgo de los precios futuros del barril.

Beatriz Villafranca

7. Irán es el octavo productor mundial de petróleo, y su cuota de producción en la OPEP es del 11%. En 2023 ha aumentado su producción significativamente (+20% hasta septiembre), ante una cierta distensión de las sanciones que EE. UU. impuso sobre Irán en 2016.

8. El levantamiento se hará sobre parte de las sanciones impuestas en 2017 y a cambio del cumplimiento de ciertas garantías constitucionales de cara a los comicios de 2024 en Venezuela. El consenso de analistas estima que, a corto plazo, la producción de Venezuela tan solo alcanzaría los 200.000 b/d, ante la falta de inversión y obsolescencia de la industria.

9. La IEA estima que el crecimiento de la demanda mundial de petróleo en 2024 ascenderá a casi 102 millones b/d, correspondiendo el 77% del total a China.

*Tipos de interés (%)*

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euríbor 3 meses	3,97	3,95	2	184,0	224,6
Euríbor 12 meses	4,05	4,23	-18	76,1	137,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,64	3,69	-5	103,8	151,6
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,02	3,20	-19	25,2	103,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,81	2,84	-3	23,5	66,5
Deuda pública a 10 años (España)	3,88	3,93	-5	22,0	65,3
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,53	3,60	-8	-6,1	38,2
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
Deuda pública a 1 año	5,45	5,45	0	76,3	75,6
Deuda pública a 2 años	5,09	5,04	4	66,2	46,8
Deuda pública a 10 años	4,93	4,57	36	105,6	83,0

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

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	86	80	5	-4,9	-25,9
Itraxx Financiero Sénior	98	91	8	-0,8	-22,9
Itraxx Financiero Subordinado	179	166	14	7,3	-37,6

*Tipos de cambio*

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,057	0,0	-1,2	7,7
EUR/JPY (yenes por euro)	160,410	157,950	1,6	14,2	10,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,870	0,867	0,4	-1,7	1,0
USD/JPY (yenes por dólar)	151,680	149,370	1,5	15,7	2,6

*Materias primas*

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	539,5	548,6	-1,6	-2,8	-2,0
Brent (\$/barril)	87,4	95,3	-8,3	1,7	-9,1
Oro (\$/onza)	1.983,9	1.848,6	7,3	8,8	21,3

*Renta variable*

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.193,8	4.288,1	-2,2	9,2	11,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.061,1	4.174,7	-2,7	7,1	12,1
Ibex 35 (España)	9.017,3	9.428,0	-4,4	9,6	13,2
PSI 20 (Portugal)	6.257,1	6.090,3	2,7	9,3	9,1
Nikkei 225 (Japón)	30.858,9	31.857,6	-3,1	18,3	11,6
MSCI emergentes	915,2	952,8	-3,9	-4,3	4,8

## La economía mundial, con un enfriamiento desigual

**Se acentúan las divergencias regionales en la economía global.** La actividad económica sigue resintiéndose del repunte inflacionista que, hace ya casi dos años, estalló por los desequilibrios entre oferta y demanda (derivados de la pandemia) y el encarecimiento de la energía y los alimentos (con la guerra de Ucrania). En un inicio, la economía mundial mostró mayor resistencia de lo esperado, pero en los últimos trimestres se está notando más el lastre de unas condiciones financieras que, ante la necesidad de luchar contra la inflación, los bancos centrales han llevado a terreno claramente restrictivo y pesan en especial sobre mercados inmobiliarios, inversión y actividad. Con todo, el enfriamiento es más pronunciado en las economías avanzadas que en las emergentes, y dentro de ambos grupos hay excepciones destacables, como la resistencia de EE. UU. en el primer bloque y las dificultades de China en el segundo.

**EE. UU. resiste a los vientos de cara.** El PIB estadounidense creció un notable 1,2% intertrimestral en el 3T 2023, más del doble que el promedio de la primera mitad del año (+0,5%) y con una composición sólida (el consumo privado creció un 1,0%, el consumo público un 1,1% y la inversión residencial aumentó un 1,0% tras nueve trimestres consecutivos de retrocesos). Esta resistencia de la actividad no empaña la reducción de la inflación, que sigue convergiendo hacia el objetivo del 2% de la Reserva Federal. Sin embargo, en septiembre el IPC mandó algunas señales mixtas. En concreto, la inflación general se mantuvo sin cambios en el 3,7% interanual debido, principalmente, a la subida de los precios de la energía. La inflación núcleo, por su parte, descendió 2 décimas hasta el 4,1%, pero sus dinámicas intermensuales fueron menos positivas que en meses anteriores, con una tasa estable en el 0,3% y, por componentes, una aceleración de la inflación de los alquileres (0,6% vs. 0,3% en agosto), que pesan más del 40% en la cesta núcleo.

**Europa acusa el frío.** En la eurozona, el PIB cayó un 0,1% en el 3T, tras crecer un 0,2% en el 2T (revisado 0,1 p. p. al alza). En parte, esta cifra refleja la volatilidad del PIB en Irlanda (−1,8% intertrimestral vs. +0,5% en el 2T), aunque excluyendo los datos irlandeses la eurozona prácticamente se habría estancado en el 3T. Esta atonía de la actividad fue prácticamente generalizada entre las grandes economías, con un descenso del 0,1% intertrimestral en Alemania (que sigue a un estancamiento en la primera mitad del año), un moderado avance del 0,1% en Francia (un dato no tan modesto si se tiene en cuenta que el 0,6% del 2T estuvo fuertemente aupado por efectos temporales, tras los que se hubiera podido observar más reversión) y el estancamiento de Italia (0,0% en el 3T vs. −0,4% en el 2T), mientras que España se mostró más dinámica (0,3%).

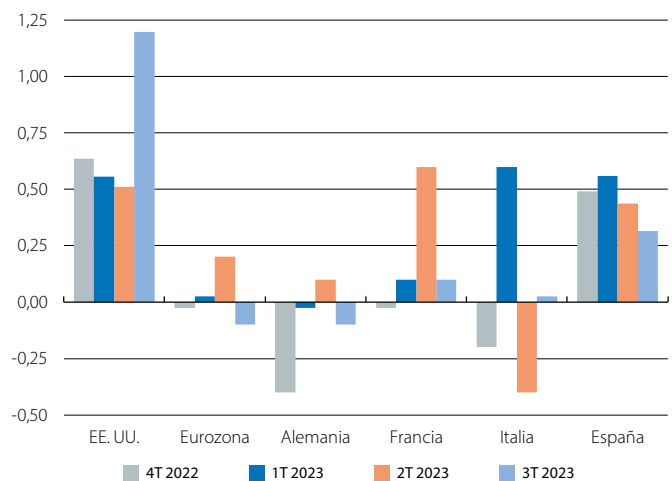
**La inflación europea baja del 3%.** La cara positiva del enfriamiento de la actividad de la eurozona se encuentra en la inflación, con unos últimos registros que refuerzan la perspectiva

### FMI: previsiones de crecimiento del PIB Variación anual (%)

	2022	Proyecciones		Var. respecto al WEO de julio	
		2023	2024	2023	2024
<b>Economía mundial</b>	3,5	3,0	2,9	0,0	−0,1
<b>Economías avanzadas</b>	2,6	1,5	1,4	0,0	0,0
EE. UU.	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Eurozona	3,3	0,7	1,2	−0,2	−0,3
Japón	1,0	2,0	1,0	0,6	0,0
Reino Unido	4,1	0,5	0,6	0,1	−0,4
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	4,1	4,0	4,0	0,0	−0,1
China	3,0	5,0	4,2	−0,2	−0,3
India	7,2	6,3	6,3	0,2	0,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2023).

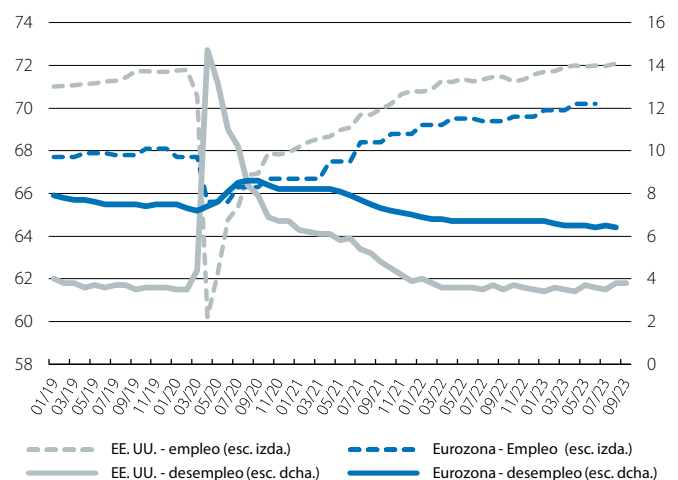
### Economías avanzadas: PIB Variación intertrimestral (%)



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

### Economías avanzadas: empleo y desempleo

(% de población total de 15 a 64 años) (% de población activa)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.



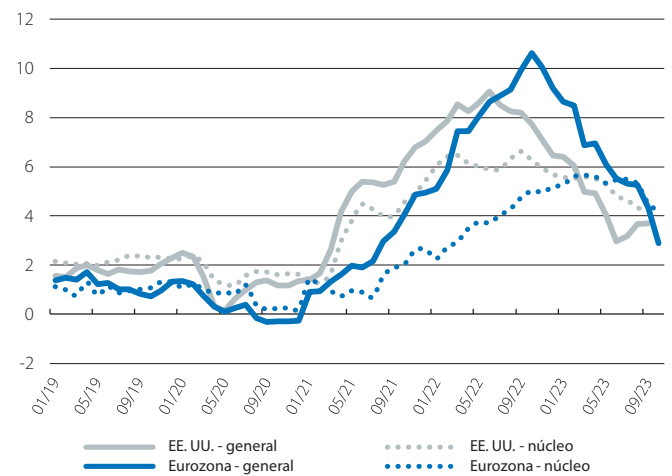
de que quede doblegada en el 3% en los próximos meses. En particular, la inflación general de la eurozona disminuyó con fuerza en octubre, hasta el 2,9% interanual (-1,4 p. p.), mientras que la inflación núcleo descendió hasta el 4,2% (-0,3 p. p.). En el conjunto de la región no se veían niveles tan bajos desde verano de 2021 (inflación general) y verano de 2022 (inflación núcleo). La caída de octubre reflejó un fuerte efecto base de los precios energéticos (que registraron una contracción del 11,1% interanual, deshaciendo el tensionamiento energético vivido en otoño de 2022), pero es remarcable que en todo el resto de los componentes también se observó una desaceleración sostenida, donde destacaron los bienes industriales (-0,6 p. p.) y los servicios (-0,1 p. p.). Además, según las estimaciones desestacionalizadas del IPCA que publica el BCE, la inflación intermensual anualizada fue del -0,1% (general) y el 1,2% (núcleo) en octubre, mientras que el *momentum* de la inflación se situó en el 4,5% (general) y el 3,2% (núcleo).

**El cierre de 2023 se encara a velocidad desigual.** En la eurozona, los primeros indicadores de confianza disponibles para el 4T señalan la continuidad de una actividad apática: en octubre, el PMI se mantuvo en zona contractiva, tanto en la industria (43,1 puntos) como en los servicios (47,8, y en mínimos desde principios de 2021), en una debilidad prácticamente generalizada entre países (el PMI compuesto siguió en zona contractiva en Alemania, Francia e Italia). En cambio, en EE. UU. el PMI compuesto de octubre continuó en zona levemente expansiva (50,7) y mejoró moderadamente tanto en las manufacturas (50,0 vs. 49,8 en septiembre) como en los servicios (50,6 vs. 50,1). Asimismo, en octubre el mercado laboral estadounidense creó 150.000 puestos de empleo, una cifra positiva pero inferior al ritmo promedio prepandemia, y la tasa de paro aumentó levemente hasta el 3,9%.

**La economía china coge un poco de aire en un entorno exigente.** Aunque la actividad económica de China sigue lastrada por una crisis del sector inmobiliario que tiene visos de continuidad, el PIB consiguió crecer un notable 1,3% intertrimestral en el 3T 2023, tras el 0,5% del 2T (revisado 0,3 p. p. a la baja). En términos interanuales, el crecimiento se desaceleró hasta el 4,9% (vs. 6,3% en el 2T), reflejo del desvanecimiento de los efectos base que estaban presentes en el trimestre previo como consecuencia de los confinamientos en el país en el 2T 2022. En positivo, los indicadores de actividad dibujaron un trimestre «de menos a más», con unas ventas minoristas (5,5% interanual en septiembre vs. 4,6% en agosto) apuntando a una recuperación del consumo privado. En cambio, la inversión intensificó su desaceleración (+3,1% interanual en lo que va de año vs. 3,8% hasta el 2T), afectada por la persistente debilidad del sector inmobiliario. Respecto a los primeros datos disponibles para el 4T, los PMI de Caixin siguen dibujando una economía con dificultades para lograr una recuperación sostenida tras la pandemia, con un índice compuesto en zona estanca en octubre (50 puntos), un ligero retroceso en las manufacturas (49,5) y algo de mejora en los servicios (50,4).

### Economías avanzadas: IPC

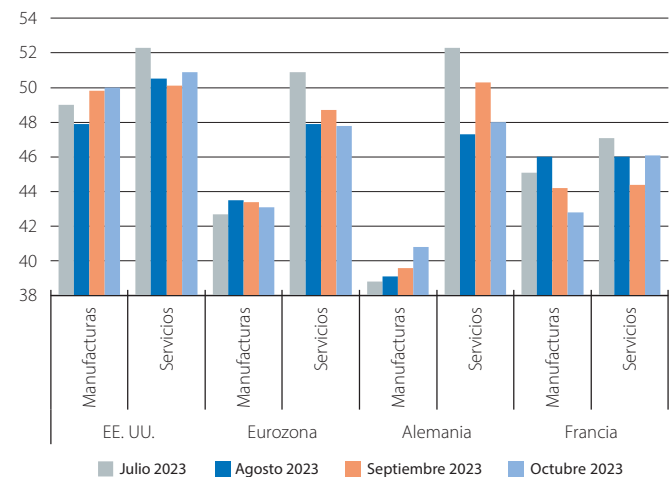
Variación interanual (%)



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

### Economías avanzadas: PMI

Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

### China: PIB

Variación (%)



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

## ¿Qué significará el *de-risking* para la UE?

Tras décadas de rápida expansión del comercio global, en parte impulsada por la integración de China en la economía mundial, la última ola de globalización ha ido perdiendo fuelle. Numerosos factores explican esta ralentización, entre ellos el desvanecimiento de ciertas ventajas comparativas, como el diferencial de costes salariales, a medida que se desarrollaban los nuevos centros globales de producción, particularmente en el continente asiático.<sup>1</sup> A estas macro-tendencias, en la última década se ha sumado el aumento de las tensiones geopolíticas y de la incertidumbre hacia las políticas comerciales. Todo esto ha hecho resurgir las discusiones en torno a conceptos como la seguridad económica y ha comportado cambios profundos en las políticas económicas de las mayores potencias comerciales del mundo.

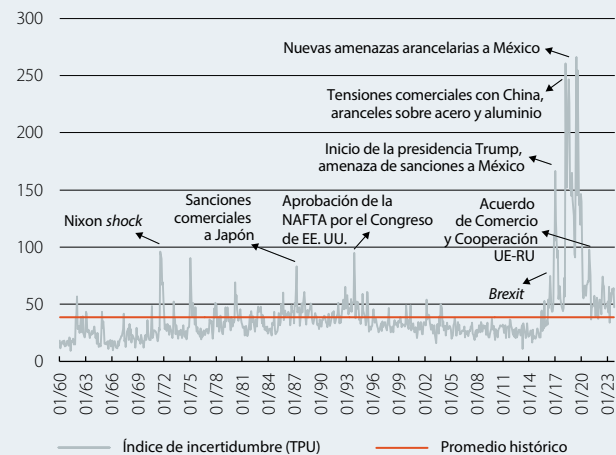
En 2015, las autoridades chinas presentaron el plan *Made in China 2025* con el objetivo de aumentar la producción del país en sectores estratégicos. En 2022, se aprobaron en EE. UU. el *Inflation Reduction Act* y el *Chips and Science Act*, unos paquetes de estímulo económico para impulsar la industria estadounidense en las dimensiones verde y digital. En la UE, la nueva «autonomía estratégica» se ha materializado, desde la pandemia, en el lanzamiento de programas de inversión a gran escala, como el Next Generation EU o el RePowerEU.<sup>2</sup> Este regreso de la política industrial se da al mismo tiempo que van aumentando las barreras a los flujos comerciales y de capitales, y se revisan leyes de seguridad nacional, de propiedad intelectual y los mecanismos de control de los flujos de inversión.

### **De-risking, decoupling, fracturing, reshoring, nearshoring, friendshoring... ¿cómo entender la nueva era de la globalización?**

Los múltiples *shocks* que hemos sufrido en los últimos años han hecho que las interdependencias entre economías estén bajo revisión. En ediciones anteriores de este mismo informe, hemos visto cuán importantes son las interdependencias entre las economías europeas, asiáticas o la estadounidense, especialmente en las manufacturas y particularmente en sectores como la electrónica, la maquinaria, el transporte o las industrias química y farmacéutica.<sup>3</sup> Por un lado, la eclosión de China como «fábrica del mundo» en el ámbito de la electrónica transformó profundamente las cadenas de valor del sector, pasando de una posición prácticamente irrelevante desde el punto

1. Véanse los Focus «¿Quo vadis, globalización? (I y II)» en el IM10/2023.
2. En cada una de estas regiones, se estima que los programas llegarán a cientos de millones de dólares. Véase Zenglein, M. J. y Holzmänn, A. (2019), «Evolving Made in China 2025 – China's industrial policy in the quest for global tech leadership», MERICS, Papers on China n.º 8, y Franco-German Council of Economic Experts (2023), «Joint Statement – The Inflation Reduction Act: How should the EU react?».
3. Llegamos a concluir, por ejemplo, que la «huella electrónica» de China en las mayores economías avanzadas y emergentes era tan importante como la «huella energética» de Rusia en la UE.

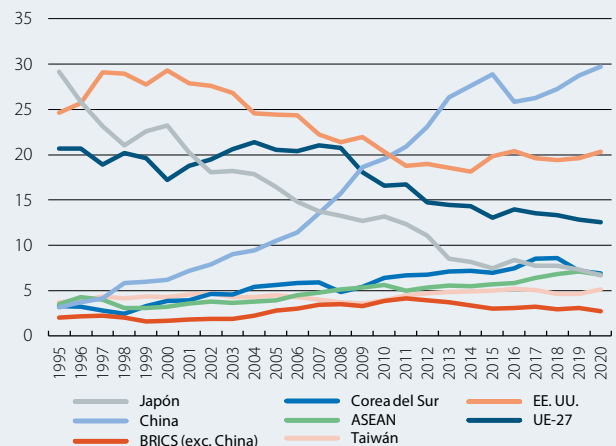
### **Incertidumbre sobre la política comercial** Índice



**Notas:** El índice de incertidumbre sobre la política comercial (TPU) se construye a partir de búsquedas de archivos electrónicos de periódicos, y se calcula contando la frecuencia mensual de artículos que discuten la incertidumbre de la política comercial (como porcentaje del número total de artículos). Último dato: 1 de octubre de 2023.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. et al. (2020). «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», JME, 109, 38-59 (descargados de: <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm>, el 17/10/2023).

### **Origen del valor añadido de la demanda global en el sector de la electrónica** (% de la demanda global)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la base de datos TiVA (Trade in Value Added) de la OCDE.

de vista de la producción a dominar sin rodeos las cadenas de valor (véase el segundo gráfico). Por otro lado, EE. UU. logró reforzar su liderazgo tecnológico (véase el elevado valor añadido que genera su industria en el tercer gráfico), a pesar de la deslocalización de una parte significativa de la producción a Asia y, en particular, a China.

Este sector es un buen ejemplo de la encrucijada en la que se encuentra la UE en un contexto de crecientes tensiones comerciales, dependiente por un lado de la capacidad productiva de un socio comercial como China y, por otro, de la pujanza innovadora de EE. UU.

Estas «dependencias», sin embargo, van en sentidos distintos y poseen múltiples dimensiones. Si el análisis de las cadenas de valor globales se hace de manera parcial (por ejemplo, sin considerar las relaciones entre sectores), se puede producir una visión distorsionada de las dependencias de una región. Y lo mismo pasa si no se consideran factores como la concentración geográfica de la producción, la escasez de determinados productos o el nivel de sustituibilidad entre factores productivos.<sup>4</sup>

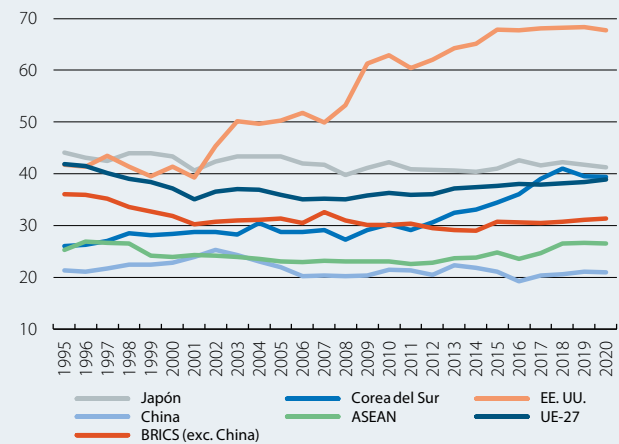
En este contexto, la UE ha propuesto en los últimos meses una Estrategia Europea de Seguridad Económica centrada en minimizar los riesgos derivados de las dependencias comerciales en un contexto de aceleración del cambio tecnológico y que también busca mantener la apertura y promover el dinamismo de la economía comunitaria. Este nuevo enfoque se ha traducido en la aparición de una nueva jerga: el *de-risking* (o minimización de riesgos) ha venido en parte a sustituir una discusión anterior, más enfocada en el *decoupling* (o desacoplamiento) o el *friend-shoring* (la deslocalización de la producción hacia países aliados). En este sentido, la Comisión Europea ha publicado recientemente una recomendación<sup>5</sup> que, entre 10 tecnologías críticas, señala cuatro ámbitos prioritarios donde considera más probable que haya riesgos sensibles e inmediatos: las tecnologías avanzadas de semiconductores, las tecnologías de inteligencia artificial, las tecnologías cuánticas y las biotecnologías.<sup>6</sup> Además, la recomendación defiende que la evaluación de riesgos se base, entre otros factores, en un análisis exhaustivo de la cadena de valor de las tecnologías, así como en la identificación «de amenazas y actores de amenazas» y en factores geopolíticos.

### El *de-risking* de la UE en la doble transición: se buscan *chips*, tierras raras, inversión y acuerdos de comercio

De la misma manera que las interdependencias actuales son el resultado de décadas de integración económica global y han producido numerosos beneficios para todas las partes, la minimización de riesgos y vulnerabilidades en las cadenas de valor no será una tarea de corto plazo y acarreará costes. En esta nueva fase de la globalización, quizás más que nunca, el diablo estará en los detalles. Si la batalla por el liderazgo tecnológico (y los consiguientes

### Intensidad tecnológica de la cadena de valor de cada país en el sector de la electrónica

Valor añadido/producción bruta (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la base de datos TIVA (Trade in Value Added) de la OCDE.

beneficios geopolíticos) sigue activa, es posible que asistamos a un replanteamiento gradual de las cadenas de valor globales. El caso de la electrónica ilustra bien los retos y las prioridades de la UE en este entorno: para minimizar los riesgos asociados a las dependencias exteriores, el bloque quiere seguir fomentando la inversión en nuevas tecnologías mediante estrategias y programas definidos a nivel comunitario, al mismo tiempo que evita, en la medida de lo posible, una escalada proteccionista. Por otro lado, los retos de la transición energética y digital ponen en evidencia la importancia de garantizar el acceso continuado a mercados y productos con potencial de generar cuellos de botella transversales a varias tecnologías o sectores, como los *chips* o las tierras raras. En los casos en los que la distancia de la frontera tecnológica o de las fuentes de extracción no den más margen de maniobra, la intención es que la diplomacia económica sea la mejor arma de *de-risking* en un entorno de crecientes tensiones geopolíticas, mediante la búsqueda de foros de diálogo multilaterales y de nuevos acuerdos de comercio que faciliten una diversificación gradual y eficaz de las cadenas de valor europeas.

Luís Pinheiro de Matos

4. Véase, en este ámbito, BCE (2023), «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment», International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy, n.º 311.

5. Véase el documento «Recomendación sobre ámbitos tecnológicos críticos», publicado por la Comisión Europea el 3 de octubre de 2023.

6. Los otros seis ámbitos tecnológicos considerados críticos incluyen: la conectividad avanzada, navegación y tecnologías digitales; las tecnologías de detección avanzada; las tecnologías espaciales y de propulsión; las tecnologías energéticas; la robótica y sistemas autónomos, y los materiales avanzados, tecnologías de fabricación y reciclaje. La selección de tecnologías donde la evaluación de riesgos se considera prioritaria se basó en criterios como la naturaleza «habilitante y transformadora» de la tecnología o el riesgo de fusión civil y militar.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Actividad</b>									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	2,9	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	3,9	4,0	...
Confianza del consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	108,7	104,3	102,6
Producción industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	0,1	0,1	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	47,6	49,0	46,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.269	1.358	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	267	307	304	303	302	302	316,5	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,8	3,9
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4	60,2
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,7	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,3	4,1	...

## JAPÓN

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,2	1,0	0,4	2,0	1,6	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	36,2	35,2	35,7
Producción industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–4,4	–3,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–5,3	–2,7	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,1	3,0	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,3	...

## CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Actividad</b>									
PIB real	8,4	3,0	2,9	4,5	6,3	4,9	–	–	–
Ventas al por menor	12,4	–0,8	–2,7	5,8	...	...	4,6	5,5	...
Producción industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,5	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	49,7	50,2	49,5
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	681	898	898	946	943	898	906,4	901,0	871,1
Exportaciones	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–9,5	–6,2	–7,9
Importaciones	30,0	0,8	–6,9	–7,0	–6,7	–8,6	–7,3	–6,2	3,0
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,1	0,0	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	7,3	7,3

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Ventas al por menor (variación interanual)	5,4	1,0	-2,8	-2,7	-1,9	...	-2,2	...	...
Producción industrial (variación interanual)	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,1	...	-5,0	...	...
Confianza del consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-16,0	-17,8	-17,9
Sentimiento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,7	93,4	93,3
PMI manufacturas	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,5	43,4	43,1
PMI servicios	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	47,9	48,7	47,8
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	...
Alemania (% pobl. activa)	3,6	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
Francia (% pobl. activa)	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,3	7,3	7,3	...
Italia (% pobl. activa)	9,5	8,1	7,9	7,9	7,6	7,4	7,3	7,4	...
PIB real (variación interanual)	6,1	3,5	1,8	1,2	0,5	0,1	-	-	-
Alemania (variación interanual)	3,3	1,9	0,8	-0,2	0,1	-0,4	-	-	-
Francia (variación interanual)	6,8	2,6	0,8	1,0	1,1	0,7	-	-	-
Italia (variación interanual)	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,0	-	-	-

## Precios

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
General	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	5,2	4,3	2,9
Núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	5,3	4,5	4,2

## Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Saldo corriente</b>	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	...	1,5	...	...
Alemania	7,7	4,2	4,2	4,4	5,1	...	7,7	...	...
Francia	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	...	-2,1	...	...
Italia	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	...	-0,5	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	96,2	95,5	95,1

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	3,5	6,7	7,9	5,7	3,9	1,0	0,7	0,2	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,1	1,0	0,8	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,0	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,7	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,0	-11,3	-12,0	-11,4	...
Otros depósitos a corto plazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	23,7	22,0	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	7,5	19,3	21,9	20,2	20,5	19,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,1	3,1	...

**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 acusa la debilidad del entorno exterior

Tras un primer semestre mejor de lo previsto, el dato avanzado del PIB para el 3T confirma el debilitamiento de la economía que ya anticipaban los distintos indicadores de actividad. La ralentización en la segunda mitad del año está siendo consecuencia, principalmente, del frenazo de la actividad en la eurozona y del impacto de la subida de los tipos de interés. Por el lado positivo, sigue destacando la capacidad de la economía para generar empleo en un entorno menos favorable.

**El crecimiento del PIB se frena en el 3T, lastrado por la demanda externa.** El PIB creció un 0,3% intertrimestral en el 3T 2023 (1,8% interanual), 1 décima menos que el trimestre anterior y el menor ritmo de avance desde el 1T 2022, si bien la economía española ha exhibido un mejor comportamiento que las grandes economías europeas. La demanda interna ha ido tomando el relevo a la externa como motor de crecimiento, en especial el consumo privado, que, apoyado en la contención de la inflación y la fortaleza del mercado laboral, recupera por primera vez los niveles prepandemia. En cambio, la demanda externa restó 0,4 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, ya que las exportaciones cayeron con más intensidad que las importaciones.

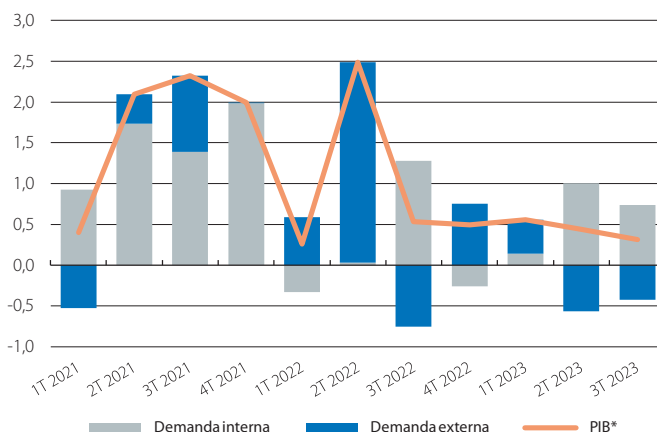
El dato de PIB del 3T 2023 está en línea con lo contemplado en nuestro escenario, de modo que los riesgos que rodean nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2023, del 2,4%, se mantienen equilibrados. De cara a 2024, estimamos que el ritmo de crecimiento de la economía española se desacelerará hasta el 1,4%, afectada por el impacto del menor dinamismo de nuestros principales socios comerciales y el reciente repunte del precio del petróleo, si bien con un perfil de menos a más a lo largo del año, a medida que vayan mejorando el entorno exterior y la confianza de los agentes así como la ejecución de los fondos NGEU.

**Los primeros datos del 4T apuntan al mantenimiento de la senda de ralentización.** Así, en octubre el índice PMI del sector manufacturero retrocedió 2,6 puntos y se situó en los 45,1 puntos, de modo que, por séptimo mes consecutivo, se mantiene en terreno contractivo (por debajo de 50 puntos). Por su parte, el índice PMI para el sector servicios se mantiene en zona expansiva, en los 51,1 puntos concretamente. En cuanto al índice de confianza empresarial armonizado (ICEA) elaborado por el INE, este anotó la primera caída del último año, un -2,0% intertrimestral concretamente, reflejando el empeoramiento de las expectativas de los empresarios sobre la marcha de su negocio, ya que se reduce el porcentaje de optimistas (19,2% del total, 3 puntos menos que en el trimestre anterior) y aumenta el de pesimistas (1,9 puntos hasta el 18,9%), de modo que el balance (diferencia entre ambos porcentajes) se sitúa en el 0,3 (5,2 anterior).

**El sector turístico cerró la temporada de verano con excelentes registros.** En el periodo julio-septiembre llegaron a nuestro país 29 millones de turistas extranjeros, que gastaron 38.597 millones de euros, lo que supone crecimientos del 12,9% y del 19,4% interanual, respectivamente. Respecto a los niveles prepandemia, la llegada de turistas supera en un 0,7% la cifra de 2019, mientras que el gasto se sitúa un 16,0% por encima. Las pernoctaciones en

### España: contribución al crecimiento del PIB por componentes

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

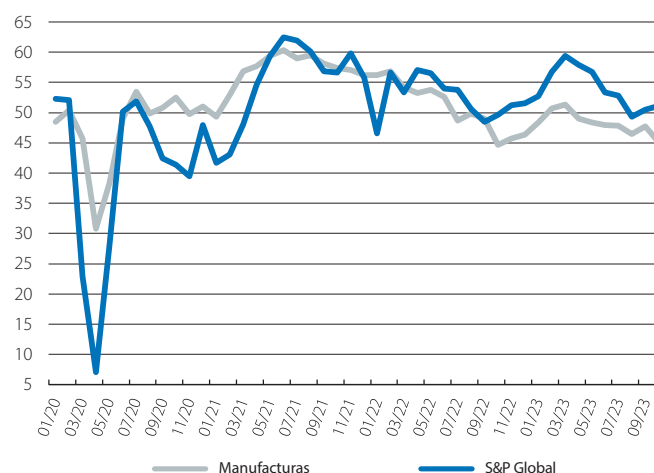


Nota: \* Variación intertrimestral (%).

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

### España: PMI

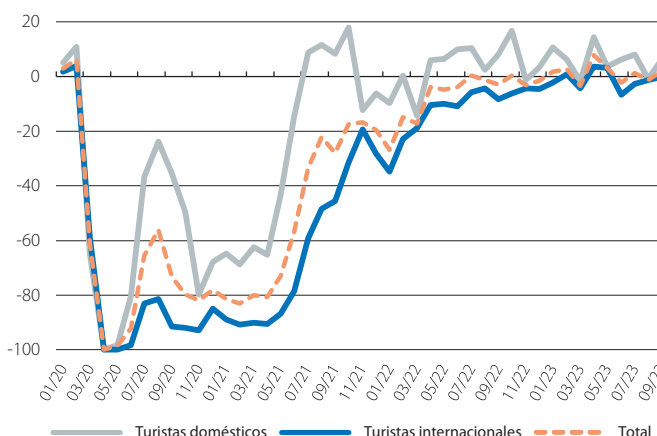
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

### España: pernoctaciones turísticas

Variación con respecto al mismo mes de 2019



Nota: Pernoctaciones de turistas en hoteles, establecimientos de turismo rural, apartamentos turísticos y campings.

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

alojamientos turísticos se sitúan un 0,5% por encima de las del verano de 2019: el turismo internacional continuó mejorando y alcanzó un nivel de pernoctaciones solo un 1,5% inferior, mientras que el turismo doméstico alcanzó un volumen un 3,7% superior.

**El mercado laboral se comportó mejor de lo previsto en el 3T.** Los datos de la EPA del 3T 2023 han sorprendido positivamente por el notable aumento de los ocupados y de la población activa. La ocupación aumentó en 209.100 personas, una cifra que mejora los registros del pasado año (+77.700) y del promedio de los 3T en 2014-2019 (+174.800). Con este dato, la tasa de ocupación (porcentaje de ocupados sobre la población de 20 a 64 años) alcanza máximos históricos y se sitúa en el 71,4%. La mejora de esta tasa se debe, en gran medida, a la incorporación de la mujer al mercado laboral y al retraso de la edad de jubilación, y es fundamental para mejorar el potencial de crecimiento de la economía, ya que representa un aumento del grado de utilización de los recursos laborales disponibles.

En cuanto al paro, aumentó en el trimestre en 92.700 personas, por lo que la tasa se incrementó en 2 décimas y se situó en el 11,8%. Este aumento contrasta con la caída que se suele producir en los 3T (-185.000 en promedio en el periodo 2014-2019), y se debió al extraordinario aumento de los activos (301.900, el segundo mayor incremento de la serie en un 3T, solo superado por el dato anómalo de 2020). Este incremento, que ha llevado el volumen total de activos a máximos históricos (24,12 millones), se ha debido principalmente al aumento de la población extranjera, que creció en 144.200 personas. En cambio, la población española activa aumentó en 93.800 personas, y los que tienen doble nacionalidad, en 63.800. Desde el 1T 2018, cuando la población activa total inició la senda de crecimiento, solo interrumpida abruptamente por la pandemia, el crecimiento acumulado de activos ha sido de 1,45 millones, fundamentalmente extranjeros (825.800 vs. 189.600 españoles y 435.400 con doble nacionalidad).

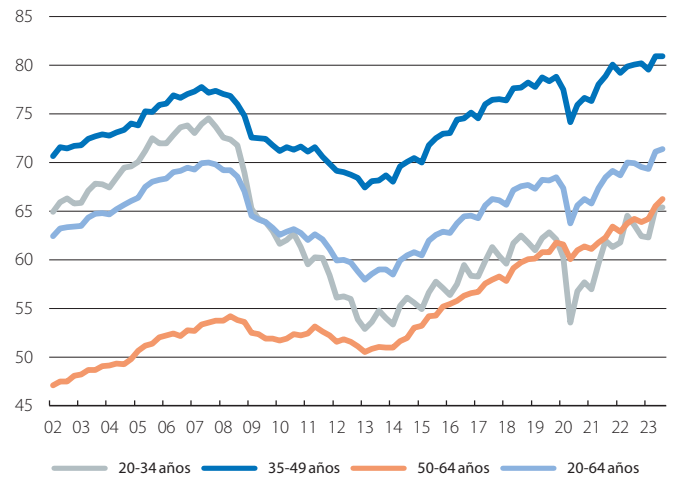
**La evolución reciente del mercado laboral apunta a un debilitamiento en la creación de empleo.** Los datos de octubre de afiliación a la Seguridad Social muestran un incremento del empleo de 92.861 personas, el octubre más flojo desde 2015. En términos desestacionalizados, el empleo anota una subida de 5.077 afiliados, por debajo de la media mensual en el 3T (15.651). Para 2024, esperamos que el ritmo de creación de empleo se mantenga positivo pero relativamente contenido, con un avance del +1,4% respecto a 2023, lo que debería permitir reducir la tasa de paro hasta el 11,8% en media anual.

**La inflación frena su escalada y se estabiliza en octubre** en el 3,5% gracias, en gran medida, a la caída de los precios de los carburantes. La tasa subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se redujo con intensidad hasta el 5,2% (5,8% en septiembre), la más baja desde mayo de 2022. Este dato, junto con la evolución a la baja de los últimos meses, sugiere que las presiones inflacionistas de fondo se van moderando gradualmente.

Para 2024, la tasa de inflación general probablemente se mantendrá en cifras similares a las de este año (3,6% en media anual) si se retiran las medidas contra la inflación. Sin embargo, sí que esperamos una moderación de la inflación núcleo (que excluye alimentos y energía), que prevemos que pase de crecer un 4,6% en 2023 a un 3,0% en 2024.

### España: tasa de ocupación por grupos de edad

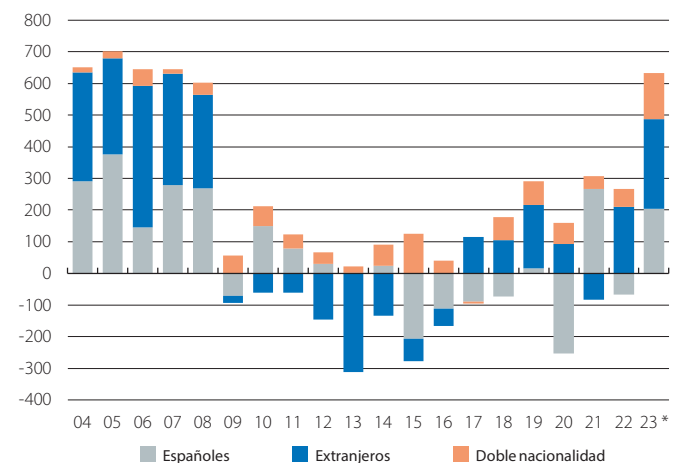
Población ocupada sobre población en edad de trabajar (%)



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

### España: variación anual de la población activa

(Miles)

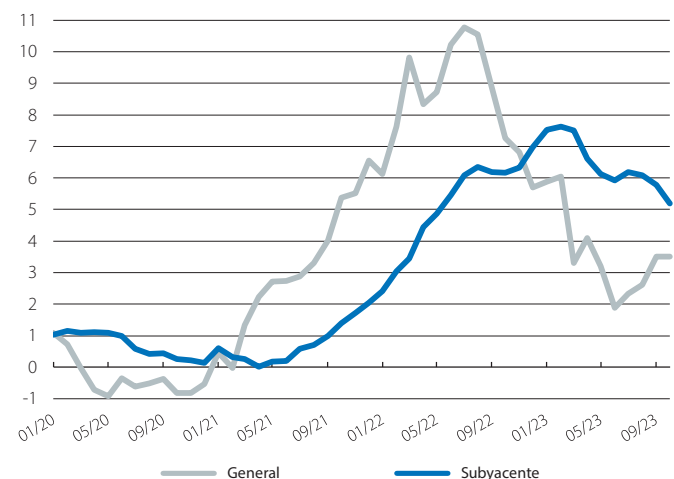


Nota: \* 3T 2023 sobre el 4T 2022.

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

### España: IPC

Variación interanual (%)



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

## La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española

¿Por qué es tan baja la productividad en España y por qué ha crecido tan poco en los últimos años? Aunque la respuesta es compleja y en ella influyen un cúmulo de factores, una de las causas de la baja productividad laboral de la economía española y su escaso crecimiento es la especialización productiva y el reducido tamaño de las empresas.

La productividad del trabajo en España aumentó un 9,3% entre 2010 y 2019 (un 1,0% anual en promedio).<sup>1</sup> El incremento de la productividad fue generalizado en la gran mayoría de los sectores de actividad, como constata el hecho de que un 82% de los ocupados españoles trabaje en sectores que han experimentado un crecimiento de la productividad laboral en el periodo analizado. Sin embargo, tanto el nivel de la productividad como su ritmo de crecimiento siguen siendo modestos en comparación con otros países de la eurozona, como, por ejemplo, Alemania.

### ¿En qué sectores ha crecido más la productividad?

La productividad del conjunto de la economía puede mejorar por el incremento de la productividad en cada uno de sus sectores o porque se produce un trasvase de empleo desde sectores con productividad relativamente baja a sectores con productividad más alta. Si descomponemos el incremento de la productividad entre 2010 y 2019 entre estos dos factores, observamos que toda la mejora de la productividad acontecida en este periodo se debe al incremento de la productividad de prácticamente todos los sectores de actividad (véanse las barras grises del primer gráfico).

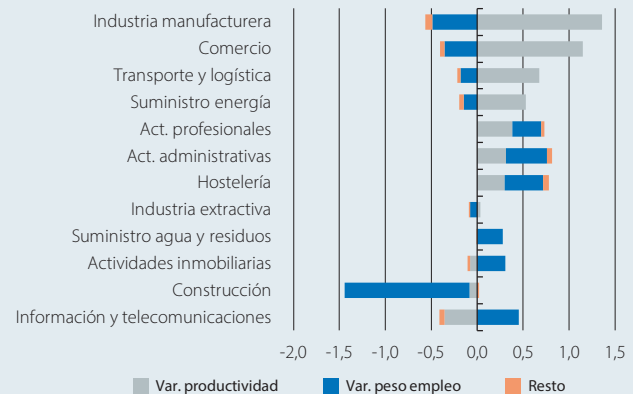
La industria manufacturera es la que más ha aportado al crecimiento de la productividad entre 2010 y 2019, consiguiendo incrementar su valor añadido bruto (VAB) en un 18,2% con tan solo un aumento de ocupados del 2,5%. También destacan por su notable aportación los sectores del comercio, el transporte y la logística, y el suministro de energía.<sup>2</sup> La hostelería y las actividades profesionales y administrativas también contribuyen positivamente al aumento de la productividad, aunque en menor medida.

1. En este Focus, analizamos los sectores de actividad que conforman la economía de mercado exceptuando la agricultura y las actividades financieras y de seguros. En concreto, incluimos las secciones CNAE B-J y L-N, cuyo VAB representa un 45% del total del PIB nominal en España (55% en Alemania). Los datos proceden de la estadística estructural de empresas de Eurostat y están disponibles hasta 2020, pero tomamos como referencia final el año 2019 para evitar las distorsiones en la producción y el empleo que se produjeron por la pandemia.

2. El sector de suministro de energía es el que ha experimentado un mayor incremento de productividad entre 2010 y 2019 (38,4%), un sector que ha incrementado de forma muy significativa su VAB (34,5%) con un menor número de ocupados (-2,8%).

### Contribución de cada factor y sector al incremento de productividad total entre 2010 y 2019

(p. p.)

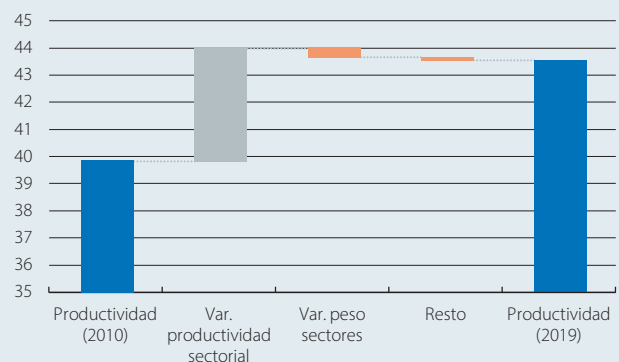


**Nota:** El incremento de productividad entre 2010 y 2019 fue del 9,3%. Este gráfico muestra la contribución de cada factor y sector de actividad a esta variación.

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

### España: descomposición del incremento de la productividad entre 2010 y 2019

(Euros por trabajador)



**Nota:** Se descompone el incremento de la productividad entre 2010 y 2019 entre (1) la variación de la productividad dentro de cada sector (margen intensivo) y (2) la variación del peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo).

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

Otro sector de elevada productividad (solo por detrás del de suministro de energía) es el de la información y las telecomunicaciones. No obstante, su aportación al crecimiento de la productividad total entre 2010 y 2019 fue negativa debido a que el incremento del empleo en el sector (24,8%) fue muy superior al incremento del VAB (10,1%). La construcción y las actividades inmobiliarias también son sectores con una evolución negativa de la productividad en este periodo.<sup>3</sup>

3. En el caso de la construcción, el retroceso de la productividad se explica por una caída del VAB superior al empleo (-20,8 y -19,4%, respectivamente). En el caso de las actividades inmobiliarias, por un fuerte aumento del empleo (40,4%), muy superior al aumento del VAB (29,7%).



### ¿Ha contribuido a la mejora de la productividad el cambio en la composición sectorial del empleo?

La respuesta es que no de forma lo suficientemente generalizada. De hecho, el cambio en la composición sectorial del empleo ha restado 1,2 p. p. al crecimiento de la productividad durante este periodo. En otras palabras, estimamos que la productividad de la economía española hubiera sido un 1,2% más alta en 2019 si se hubiera mantenido la especialización productiva de 2010.

Este resultado se explica fundamentalmente por la caída de la proporción del empleo en industria manufacturera,<sup>4</sup> un sector cuya productividad por trabajador es un 39% más elevada que la del conjunto de la economía. Entre los sectores con productividades relativamente altas (superiores a la media), también han perdido peso en términos de empleo la industria extractiva y el suministro de energía. En contraste, sectores con un nivel de productividad relativamente más baja, como la hostelería o actividades administrativas, han ganado peso en el total de empleo.<sup>5</sup> Así, a pesar de que las ganancias de productividad en la hostelería y en las actividades administrativas en este periodo no son nada desdeñables (del 14,6% y del 12,7%, respectivamente, superiores al promedio del 9,3%), el hecho de que hayan ganado tanto peso en el empleo unos sectores de baja productividad limita las ganancias de productividad en agregado.

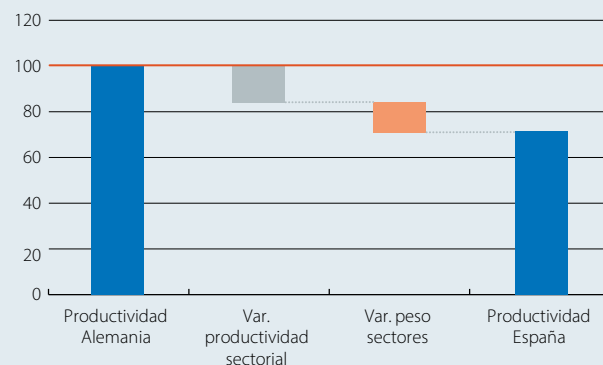
#### La comparativa con Alemania no es favorable

Como hemos visto, entre 2010 y 2019, la productividad aparente del trabajo en España aumentó un 9,3%. Este incremento, sin embargo, es muy inferior al 16,7% registrado en Alemania en el mismo periodo. En consecuencia, el diferencial de productividad de España respecto a Alemania se ha deteriorado en este periodo: si en 2010 la productividad en España era un 23,4% inferior a la alemana, en 2019 este diferencial alcanzó el 28,2%.

De nuevo, si descomponemos el diferencial de la productividad entre España y Alemania en 2019 entre (i) la diferencia de la productividad dentro de cada sector (margen intensivo) y (ii) la diferencia en el peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo), observamos que gran parte de la diferencia se explica por la menor productividad de la mayoría de los sectores de actividad españoles (las únicas excepciones son la hostelería, el transporte y la logística, y el suministro de energía, sectores en los que la productividad laboral en España es superior a la alemana). Con todo, el peso relativo de los distintos sectores de actividad también juega un papel

### España y Alemania: descomposición del diferencial de productividad en 2019

(Euros por trabajador, Alemania = 100)



**Nota:** Se descompone el diferencial de la productividad entre España y Alemania entre (1) la diferencia de productividad de cada sector (margen intensivo) y (2) la diferencia del peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo).

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

relevante (explican un 40% del diferencial de productividad entre los dos países).

En gran medida, el diferencial se debe al mayor peso de la industria manufacturera en Alemania (26,1% del empleo y 34,5% del VAB) en comparación con la industria manufacturera española (15,9% del empleo y 22,2% del VAB) en 2019. En cambio, en España, tanto la hostelería como el comercio, tienen un peso mucho más elevado que en Alemania. En particular, estimamos que la productividad de la economía española sería un 15,9% más alta si tuviera la especialización productiva de Alemania. Dicho de otro modo, el diferencial de productividad se reduciría del 28,2% al 16,8% (la productividad española sería un 83,2% de la alemana).

#### El tamaño empresarial también importa

Otro aspecto importante de la composición sectorial española que contribuye a una menor productividad es la distribución del tamaño de las empresas. Ocurre en todos los países que las empresas de mayor tamaño tienden a ser más productivas que aquellas con un menor número de trabajadores. Esta distinción toma especial relevancia al comparar España con Alemania: las microempresas españolas (de 0 a 9 trabajadores) son las principales empleadoras de los sectores de mercado (35,5% del empleo en 2019 frente al 18,6% en Alemania). En contraposición, el peso del empleo en las grandes empresas alemanas (de más de 250 trabajadores) alcanza el 42%, respecto al 32% en España.

Si, además de la composición sectorial, tenemos en cuenta el distinto tamaño de las empresas, estimamos que la productividad de la economía española sería un 28,6% más alta si tuviera la especialización por sectores de actividad y tamaño empresarial de Alemania. De esta forma el diferencial de productividad se reduciría al 7,7%, comparado con un *gap* observado del 28,2%.

Judit Montoriol Garriga y Erik Solé Vives

4. El empleo en la industria manufacturera ha pasado de representar el 16,9% del total en 2010 al 15,9% en 2019 (-1 p. p.).

5. El peso del empleo en la hostelería se ha incrementado del 10,3% en 2010 al 12,4% en 2019 (+2,1 p. p.) y en las actividades administrativas ha pasado del 10,2% al 12,0% (+1,8 p. p.).

## Mejora la situación financiera de las familias españolas gracias a la creación de empleo y a la reducción de la deuda

### Repunta la tasa de ahorro

En el 2T 2023 se ha acentuado el cambio de tendencia en la tasa de ahorro de los hogares españoles iniciada en el trimestre precedente y esta ha repuntado con fuerza. En concreto, tras alcanzar un pico del 19,4% en el 1T 2021<sup>1</sup> por la caída del consumo durante la pandemia, habíamos asistido a una caída sostenida de la tasa de ahorro hasta el 7,9% a finales de 2022. Esta trayectoria descendente del ahorro se truncó en el 1T 2023 (tasa de ahorro del 8,5%) y el repunte se ha intensificado en el 2T, periodo en el que la tasa de ahorro en el acumulado del último año ha escalado hasta el 10,2%, claramente por encima del promedio prepandemia (7,2% en el promedio 2015-2019).

Igualmente, en términos desestacionalizados, la tasa de ahorro se encuentra en niveles elevados (11,7% en el 2T 2023 trimestre estanco, tras marcar un mínimo del 4,0% en el 3T 2022).

### La renta disponible crece muy por encima del gasto de los hogares

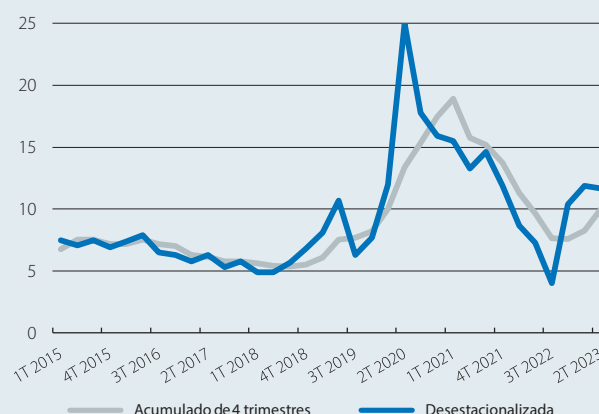
El repunte de la tasa de ahorro se vio impulsado por el hecho de que la renta bruta disponible del conjunto de los hogares creció un espectacular 12,2% interanual en el 2T 2023 (dato estanco), la tasa más elevada de toda la serie histórica. Los principales factores detrás de dicho crecimiento fueron: el aumento de la masa salarial (+8,7% interanual), reflejo del aumento de la ocupación (crecimiento del +3,1% interanual de asalariados) y de un mayor dinamismo salarial (crecimiento del +5,2% en la remuneración por trabajador), del avance de las prestaciones sociales (+9,7% interanual, impulsadas por la revalorización de las pensiones), de los ingresos de los autónomos y de las rentas de la propiedad gracias al aumento del pago de dividendos y otras rentas de inversión. Todo ello ha más que compensado el incremento de los pagos netos por intereses, que han ascendido a 3.300 millones de euros (aumento de 1.000 millones respecto al dato estanco del 2T 2022).

Este avance de la renta bruta disponible da un mayor margen al crecimiento del consumo en los próximos trimestres. Y un mayor aumento del consumo se traduciría en un mayor crecimiento del PIB. Un cálculo a estos efectos puede ser ilustrativo: si la tasa de ahorro se redujera 1 punto adicional de lo esperado el próximo año, el impacto sobre el crecimiento del PIB sería de alrededor de +0,4 p. p.<sup>2</sup> Atendiendo a la renta disponible por hogar, el ritmo de avance se queda en el 5,8%, un ritmo muy notable pero más moderado, ya que se ha producido un destacado aumento de los hogares. Así, en el último año se han creado en términos netos 275.000 hogares (+1,4% interanual), en buena parte por los flujos migratorios.

1. Ahorro en porcentaje de la renta disponible en el acumulado de cuatro trimestres.

### España: tasa de ahorro

(% de la renta bruta disponible)



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

### España: cuentas no financieras de los hogares

	2T 2022 (M€)	2T 2023 (M€)	Variación (%)
Remuneración total asalariados (+)	161.966	176.054	8,7
Ingresos autónomos (+)	55.256	60.142	8,8
Rentas netas propiedad (+)	8.435	12.101	43,5
Pago neto de intereses * (-)	-2.313	-3.312	43,2
Otros (dividendos, otras rentas de inversión...) (+)	10.748	15.413	43,4
Impuestos renta (-)	-25.752	-28.042	8,9
Cotizaciones sociales netas (-)	-48.461	-53.060	9,5
Prestaciones sociales (+)	68.184	74.792	9,7
Otros (+)	4.225	9.203	117,8
<b>RBD final (Contabilidad Nacional)</b>	<b>223.853</b>	<b>251.190</b>	<b>12,2</b>

Nota: \* Antes de la asignación del SIFMI (servicios de intermediación financiera).

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

Tras la revisión al alza de la serie histórica de renta bruta disponible y los buenos datos en 2023, la renta disponible real por hogar ya recuperó en el 1T su nivel prepandemia. Y la renta disponible total en términos reales ya se situaba al término del 2T un 3,5% por encima del nivel prepandemia.

En cambio, el gasto en consumo de los hogares ha ido perdiendo fuerza al compás de la moderación de la inflación

2. Para entender este cálculo, hay que tener en cuenta que la tasa de ahorro captura el nivel de ahorro en relación con la renta bruta disponible, y la magnitud de la renta bruta disponible es del 60% del PIB nominal. Por tanto, una reducción de 1 punto de la tasa de ahorro supondría, en principio, un aumento del crecimiento del PIB de alrededor de 0,6 puntos a través de un mayor consumo. Teniendo en cuenta que la parte del consumo que se realiza a través de importaciones es del 30%, llegamos a un impacto sobre crecimiento del PIB de 0,4 p. p.

junto con el alza de tipos de interés. Cabe destacar en este sentido la brecha abierta en el 2T entre el crecimiento de la masa salarial y el del gasto de las familias. Si en el 1T ambas crecían de forma relativamente parecida (8,6% y 7,3% interanual, respectivamente), en este 2T la remuneración total de los trabajadores ha crecido claramente por encima (8,7% interanual) del gasto de las familias (5,2% interanual).

En el conjunto del 2023, tras estos últimos datos tan positivos, prevemos que el crecimiento de la renta bruta disponible superará con creces el 6,0%, lo que debería permitir que, en agregado, el consumo de los hogares en términos reales pueda cerrar el año en un nivel claramente por encima del de 2022, a pesar del aumento de los tipos de interés y la todavía elevada inflación.

### El destino del ahorro y la mejora de la posición financiera neta de las familias

La adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares en el 2T 2023 ascendió a 41.000 millones de euros, muy similar al 2T 2022 y por encima de los 32.600 millones del promedio de los 2T entre 2015 y 2019. Los hogares aumentaron sus depósitos bancarios y efectivo (+7.000 millones de euros vs. 21.000 en el 2T 2022) e invirtieron en valores representativos de deuda y en participaciones en capital y fondos de inversión (6.700 millones y 4.000 millones, respectivamente, muy por encima del 2T 2022). La adquisición de activos se vio acompañada por una intensa revalorización de estos (29.000 millones de euros), principalmente por la mejora de las cotizaciones de participaciones en capital y fondos de inversión (27.000 millones de revalorización), de modo que el stock de activos financieros brutos de los hogares creció en 70.000 millones de euros, hasta un total de 2,81 billones.

Por su parte, la deuda de los hogares registró un aumento de 7.386 millones (un aumento que se explica fundamentalmente por temas estacionales), pero se situó en el 49,9% del PIB, -0,5 p. p. respecto al 1T 2023, hasta situarse cerca del nivel de mediados de 2002. La ratio de endeudamiento de los hogares españoles se sitúa así 5,5 p. p. por debajo del dato del promedio de la eurozona.

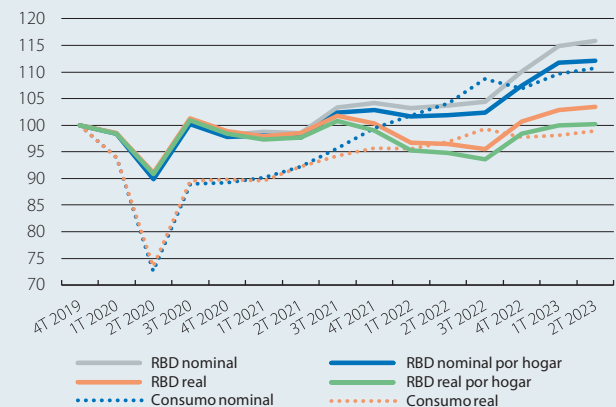
Como resultado de un aumento de los activos financieros mayor al incremento de los pasivos financieros, se ha producido un crecimiento de la riqueza financiera neta de las familias, de 61.000 millones respecto al trimestre anterior, hasta superar ligeramente los 2,05 billones de euros (el 145,4% del PIB).

En suma, el fortalecimiento de la situación financiera de las familias ha superado las expectativas y es una buena noticia para la economía española de cara a los próximos trimestres en un contexto exigente.

Javier García-Arenas

### España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

Índice (100 = 4T 2019)

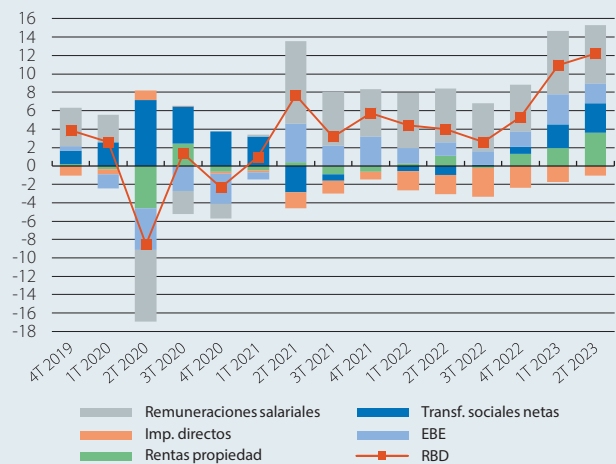


Nota: Datos desestacionalizados.

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

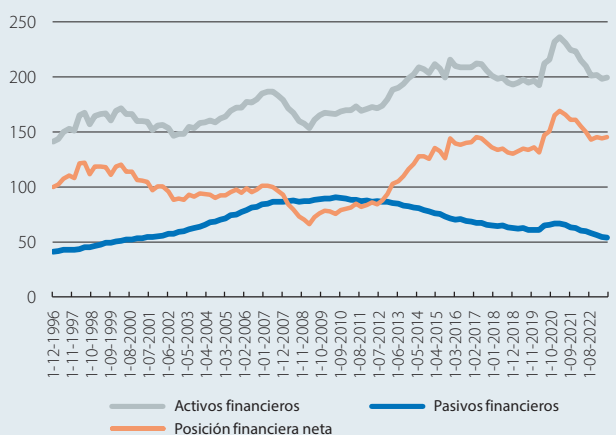
### España: renta disponible familias

Variación anual (%) y contribuciones



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

### España: balance financiero de los hogares (% de PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	8,8	2,9	0,8	1,3	-1,9	-	-3,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	-5,3	-8,3	-6,5	-8,8	-8,6
PMI de manufacturas (valor)	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	46,5	47,7	45,1
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	4,7	15,4	2,6	-1,8	1,7	-	5,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	-	-2,9	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	...	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	25,9	21,8	...
PMI de servicios (valor)	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	49,3	50,5	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	1,9	6,7	6,1	7,0	7,1	6,5	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	-3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	7,8	2,3	18,1
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,9	-22,7	-19,2	-15,8	-15,2	-20,3	-19,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	3,0	3,1	1,4	1,8	2,9	3,5	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	14,8	12,9	12,9	13,3	11,6	11,8	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,8	2,7	2,6
<b>PIB</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Precios**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
General	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	2,6	3,5	3,5
Subyacente	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	6,1	5,8	5,2

**Sector exterior**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	-	7,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	-	2,9	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>22,1</b>	<b>28,8</b>	<b>-</b>	<b>34,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	-	50,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-8,1	-8,1	-9,5	-14,5	-	-16,3	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>20,1</b>	<b>20,7</b>	<b>20,7</b>	<b>36,3</b>	<b>42,7</b>	<b>-</b>	<b>48,0</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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	...	-0,6	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	5,0	0,3	-4,0	-6,9	-7,2	-6,8	...
A plazo y preaviso	-24,4	-19,7	-7,3	7,7	40,1	68,8	69,9	73,2	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	-3,2	7,4	6,8	11,3	6,9	14,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>...</b>	<b>-0,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	0,3	0,7	0,5	-0,9	-2,2	-3,3	-3,5	-3,4	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,9	-1,0	-2,7	-4,5	-5,0	-4,7	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,4	-3,4	-3,4	...
Hogares - otras finalidades	-1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	0,0	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	-1,1	-0,2	-3,3	-4,6	-4,5	-4,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>...</b>	<b>3,6</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 se contrae en el 3T

**El PIB sorprende negativamente en el 3T con una caída del 0,2% intertrimestral.** Al tratarse de un dato de avance, los detalles por componentes no son aún conocidos, pero el INE apunta como principal factor al debilitamiento de la actividad de los socios comerciales, lo que habría lastrado las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, incluido el turismo. Pero también debió incidir la paralización de la producción y las exportaciones en la fábrica de Auto-Europa durante dos semanas del trimestre. Para el 4T, la información disponible es todavía muy limitada: por el lado positivo, destaca el indicador diario de actividad del Banco de Portugal, que registró un crecimiento interanual medio en octubre del 3,9%, frente al 2,7% en el 3T. Por el contrario, los indicadores de sentimiento de octubre muestran un deterioro de la confianza de los agentes económicos. Los datos conocidos hasta el momento sugieren una moderación en el ritmo de expansión de la actividad y plantean importantes riesgos para nuestro escenario (crecimiento del PIB del 2,4% en 2023 y del 1,8% en 2024).

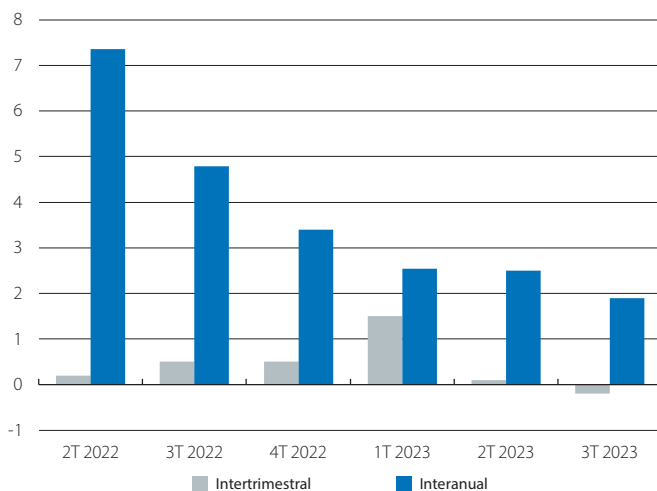
**La desinflación, en marcha.** Según la estimación del INE, el IPC general sorprendió con una fuerte caída en octubre, al situarse en el 2,1%, 1,5 p. p. por debajo del dato de septiembre y el primer registro por debajo del 3% desde diciembre de 2021; la tasa subyacente también siguió la tendencia de moderación hasta el 3,5% (4,1% en septiembre). En todo caso, este buen dato estuvo impulsado por los efectos base, principalmente en el índice energético, por lo que no descartamos un repunte de la inflación a finales de año. Por su parte, el efecto de la política monetaria empieza a pesar más sobre la demanda y es previsible una desaceleración del precio de los servicios tras la temporada de verano.

**Revisión al alza de la previsión del precio de la vivienda.** Dada la solidez del índice de precios de la vivienda en el 2T 2023, hemos revisado al alza nuestra previsión para el conjunto de 2023, y esperamos una subida media del 7,1% en 2023, frente al 4,0% previsto anteriormente. A pesar de la caída del número de transacciones (-22,9% respecto al mismo trimestre de 2022), el mercado sigue respaldado por bajos niveles de desempleo, una fuerte demanda de los no residentes y medidas presupuestarias que tienen como objetivo dar cabida a los aumentos del crédito. En cualquier caso, el efecto de un ajuste monetario prolongado y de medidas gubernamentales encaminadas a aumentar la oferta de vivienda debería contribuir a estabilizar los precios a medio plazo.

**El balance consolidado de las Administraciones públicas hasta septiembre anota un superávit del 3,7% del PIB,** una mejora de 8 décimas respecto al mismo periodo del año pasado. A esta evolución ha contribuido el notable aumento de los ingresos corrientes (8,5% vs. 6,8% los gastos), reflejando la solidez del mercado laboral y el buen tono del consumo. La buena evolución de las cuentas públicas nos lleva a revisar las previsiones de saldo presupuestario en 2023 hasta un superávit del 0,7% del PIB, lo que permitirá reducir la ratio de deuda pública hasta el 103% del PIB.

### Portugal: PIB

Variación (%)

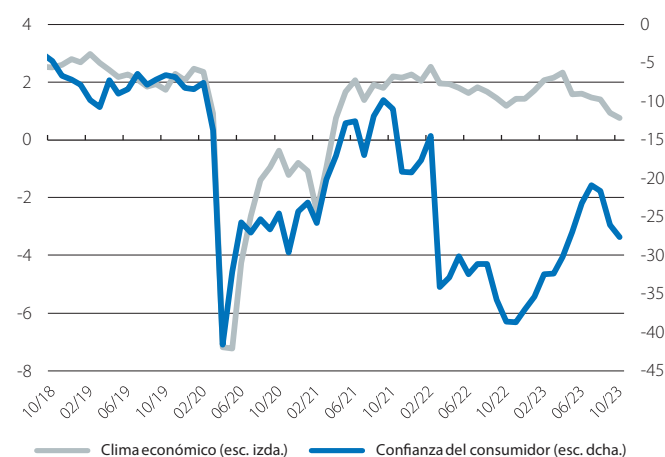


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: clima económico y confianza del consumidor

Variación interanual (%)

(p. p.)

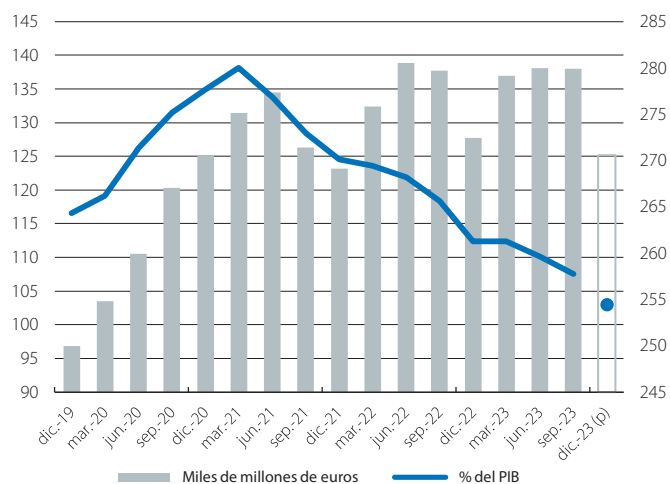


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: deuda pública

(% del PIB)

(Miles de millones de euros)



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



**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Índice coincidente de actividad	3,5	5,7	4,2	4,0	4,2	4,2	4,2	4,0	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	-0,3	1,0	-5,0	-4,3	-4,7	-5,6	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-5,3	-3,4	-6,3	-5,0	-5,6	-9,4	-9,6	-9,7	-10,2
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	13,6	8,8	-3,0	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	-16,0	-20,8	-22,9	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	8,1	8,8	7,8	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,8	30,5	24,8	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	6,3	2,8	-0,8
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,6	-0,4	1,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	3,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-37,0	-35,1	-29,4	-22,8	-21,9	-22,9	-25,1
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,4	1,2	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,2	6,5	...
<b>PIB</b>	5,7	6,8	3,4	2,5	2,6	1,9	-	-	-

**Precios**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,7	3,6	2,1
Subyacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,5	4,1	3,5

**Sector exterior**

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	...	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	...	...	...
<b>Saldo corriente</b>	-1,6	-2,8	-2,8	-1,2	1,5	...	...	...	...
Bienes y servicios	-5,5	-4,7	-4,7	-2,8	-0,3	...	...	...	...
Rentas primarias y secundarias	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	...	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	2,1	-0,5	-0,5	1,5	4,5	...	...	...	...

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

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	6,4	0,5	-2,1	-2,6	-2,2	-2,6	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	7,3	-3,1	-9,0	-9,4	-10,5	-9,4	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	6,9	9,5	6,9	...
Depósitos de AA. PP.	-4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	5,5	2,4	5,5	...
<b>TOTAL</b>	9,0	6,5	6,5	0,8	-2,0	-2,4	-2,0	-2,4	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	2,9	1,8	1,8	0,0	-1,2	-2,0	-1,7	-2,0	...
Empresas no financieras	2,2	-0,4	-0,4	-2,1	-3,5	-3,9	-3,6	-3,9	...
Hogares - viviendas	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	-0,9	-0,7	-0,9	...
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	-0,9	-0,1	-0,9	...
Administraciones públicas	3,8	-2,7	-2,7	-2,0	0,6	-1,4	-2,1	-1,4	...
<b>TOTAL</b>	2,9	1,7	1,7	-0,1	-1,1	-2,0	-1,7	-2,0	...
<b>Tasa de morosidad (%) <sup>2</sup></b>	3,7	3,0	3,0	3,1	3,1	...	-	-	-

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

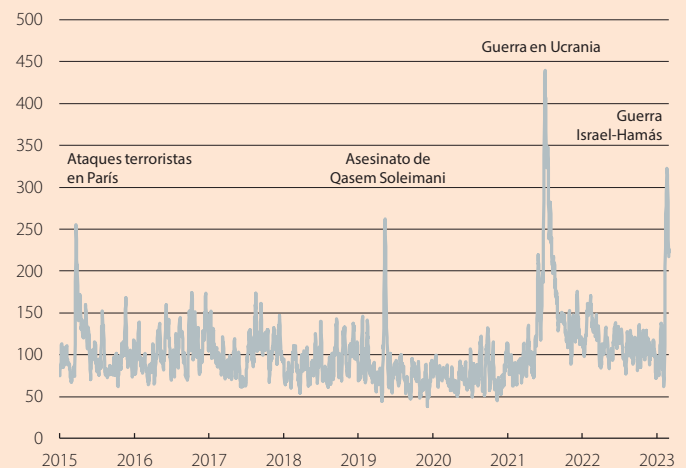
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

## A la búsqueda de estabilidad económica en un mundo inestable

Riesgo geopolítico, fragmentación o desglobalización son algunas de las palabras más buscadas en las redes sociales en los últimos meses y reflejan el entorno complejo e inestable en el que se mueve la economía internacional en los últimos años. Una coyuntura caracterizada por la acumulación de *shocks* de naturaleza muy diversa que están distorsionando el funcionamiento de la oferta y limitando la efectividad de las políticas de demanda que intentan recuperar la estabilidad económica perdida. Estos *shocks*, que se retroalimentan y, por tanto, con un potencial desestabilizador superior a la suma de las partes, conforman lo que el historiador Adam Tooze ha calificado como una polícrisis. Y, aunque se puede fechar el inicio de este proceso en la gran crisis financiera de 2008,<sup>1</sup> los acontecimientos se han precipitado desde la pandemia, pues, sin solución de continuidad, el ciclo económico ha tenido que afrontar los cuellos de botella en las cadenas de producción y sus efectos en la inflación, la guerra de Ucrania y, recientemente, el retorno de la inestabilidad en Oriente Medio. Por tanto, según la geopolítica gana protagonismo, se acumulan las señales de que estamos en pleno proceso de cambio hacia una economía mundial más fragmentada (*decoupling*), con la irrupción de conceptos como *de-risking* o autonomía estratégica. Todo ello implica el retorno de la política industrial, la búsqueda de cadenas de valor menos frágiles o el aumento de la cooperación con los aliados comerciales<sup>2</sup> mientras aumentan las limitaciones a las transferencias de tecnología a países considerados como rivales.

### Riesgo geopolítico

Índice (100 = promedio de largo plazo)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> y Bloomberg.

En este contexto de cambio, el ciclo de negocios ha seguido mostrando resiliencia para afrontar los efectos acumulados tanto de las perturbaciones que se han ido sucediendo en los últimos años como de la incertidumbre ligada a un escenario tan convulso como el actual. De esta manera, prevemos que la economía mundial cerrará 2023 con un crecimiento del 2,8% (0,6 p. p. menos que en 2022), pero con el debilitamiento concentrado en los países desarrollados (1,4% frente al 2,7% de 2022), especialmente en aquellos como Alemania (-0,4%), con una mayor dependencia del sector industrial, pues los países emergentes mantienen la velocidad de crucero del pasado año (4%). Por tanto, se ha evitado la recesión que se temía después de la escalada de los precios de la energía en verano de 2022, pero los ritmos de avance de la actividad siguen siendo mediocres y desiguales. Y, lo más preocupante, con unas pobres perspectivas a medio plazo, pues la previsión del FMI para finales de la década (crecimiento de la economía global del 3,1% en 2028) anticipa un estancamiento del crecimiento potencial. Para ponerlo en contexto, esto supone 0,5 puntos menos que la estimación a medio plazo que se anticipaba antes de la pandemia y casi 2 puntos por debajo del crecimiento previo a la gran crisis financiera de 2008.

De cara a 2024, una economía renqueante implica una elevada fragilidad ante el impacto de nuevos *shocks*, pues, por un lado, van a ir desapareciendo los vientos a favor que han permitido sortear los obstáculos en el pasado reciente (ahorro acumulado, política fiscal expansiva, etc.), mientras que los efectos restrictivos sobre la demanda del endurecimiento monetario se desplegarán con la máxima intensidad en los próximos meses. La esperanza es que la desaceleración económica permita consolidar el descenso de la inflación, lo que abriría la puerta a un cambio de tendencia en la política monetaria el próximo año y daría un buen soporte a los mercados de bonos y acciones, reduciendo a su vez los riesgos sobre la estabilidad financiera (solo en deuda corporativa vencen 5,5 billones de dólares en 2024). Pero la continuidad del proceso desinflacionista también estará sujeta a una elevada incertidumbre, pues la evolución en los próximos meses dependerá de factores que escapan al control de los bancos centrales, como la energía o el tono de la política fiscal. Justo cuando queda la parte más ardua del trabajo, que es rebajar la inflación del 4% al 2%.

1. Momento en el cual los intercambios comerciales mundiales (exportaciones más importaciones) alcanzaron un máximo en términos de PIB.

2. En el caso de EE. UU., el discurso de Jake Sullivan (consejero de Seguridad Nacional) en la Brookings Institution el 27 de abril o la Estrategia de Seguridad Nacional reflejan esta transformación en marcha.

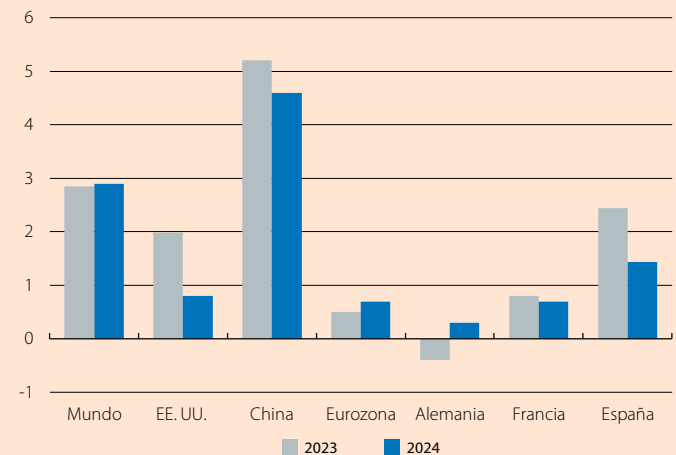
Este escenario central de aterrizaje suave permitiría consolidar la recuperación de la estabilidad macroeconómica, al ir cerrando la brecha entre oferta y demanda mundial, con un coste asumible en términos de crecimiento de PIB y empleo. El ritmo de avance de la actividad de la economía mundial se situaría algo por debajo del 3% en 2024, pero la mayor parte del ajuste lo asumirían los países desarrollados (+1,1% en 2024 vs. +1,4 en 2023), pues, a la debilidad que seguirá mostrando la eurozona (+0,7% en 2024), se sumará el enfriamiento que esperamos de la economía norteamericana para la primera parte del año. No obstante, la fortaleza que siguen mostrando el mercado de trabajo y el consumo en EE. UU. pueden limitar la desaceleración de la actividad y desactivar señales recesivas como la inversión de la pendiente de la curva de tipos de interés; en cambio, en Europa, tanto la evolución de la confianza de empresas y consumidores como la debilidad del sector industrial o el endurecimiento de las condiciones crediticias anticipan que el crecimiento se mantendrá próximo al estancamiento, al menos hasta verano de 2024. Por su parte, los países emergentes incluso podrían crecer algo más que este año (4,2% vs. 3,9%), gracias al buen desempeño de la India, Turquía y los países productores de petróleo, en un entorno en el que bancos centrales como los de Brasil, Perú, Vietnam o Chile ya están rebajando los tipos de interés. Aunque la gran incógnita será la evolución de la economía china, teniendo en cuenta que estamos asistiendo a una ralentización «estructural» ligada a un reequilibrio del modelo de crecimiento que puede llevar el crecimiento potencial a medio plazo al 3%. Las autoridades chinas parecen dispuestas a tolerar este menor crecimiento (esperamos un crecimiento del 4,6% en 2024, frente al objetivo oficial del 5% fijado para 2023), pero la duda es el impacto del nuevo entorno geopolítico sobre el modelo de crecimiento chino, teniendo en cuenta el aumento sin pausa de las restricciones de exportaciones al país asiático de bienes con un alto contenido tecnológico o el inicio de la reformulación de las cadenas de valor que ya se detecta en los flujos comerciales de países como Vietnam.

En definitiva, la debilidad y la fragilidad del ciclo económico aumentan la sensibilidad de los escenarios económicos a nuevas perturbaciones que puedan aparecer por el horizonte. Sobre todo, porque las capas de riesgo que amenazan el escenario siguen siendo desafiantes, pues unos tipos de interés en máximos de la última década, unidos a los efectos que puede tener el aumento de las tensiones geopolíticas sobre unas expectativas debilitadas y unos precios energéticos tensionados, introducen una elevada incertidumbre a cualquier ejercicio de previsión, especialmente en año de elecciones presidenciales en EE. UU. Esta sensación de equilibrio inestable presidirá el comportamiento de la economía a lo largo de 2024, algo a lo que parece que nos vamos a tener que acostumbrar y que demandará a los agentes económicos una notable flexibilidad a la hora de tomar decisiones. Son los tiempos que nos toca vivir.

*José Ramón Díez*

### Global: PIB

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

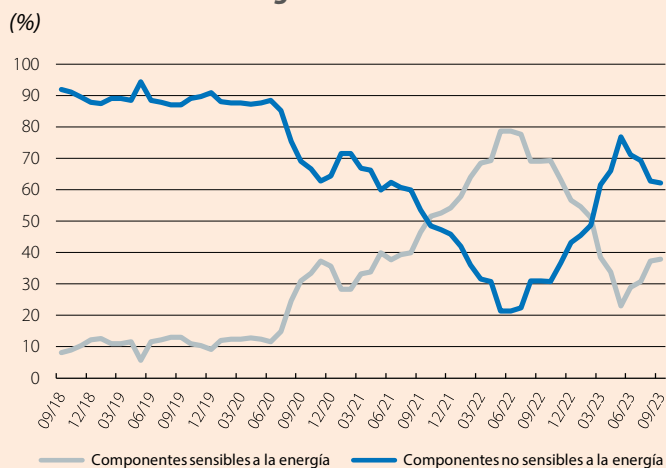


## Perspectivas para la inflación y la política monetaria en 2024

El año 2023 termina con los tipos de interés más altos vistos desde hace 15 años. Unos niveles que siguen a los máximos alcanzados por la inflación en 2022 y que forzaron a los bancos centrales a endurecer la política monetaria, enfriar la actividad económica y garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Aunque todavía se encuentra lejos del objetivo del 2%, la inflación, tanto en la eurozona como en EE. UU., ha descendido sostenidamente a lo largo de 2023, y uno de los supuestos clave en nuestras perspectivas para 2024 es que lo seguirá haciendo el próximo año, facilitando los primeros recortes de tipos de interés por parte de la Fed y el BCE. Pero ¿cuán robusto es este supuesto desinflacionista? ¿Cuánta prisa tienen los bancos centrales para bajar tipos?

Para responder a estas preguntas, partimos de un diagnóstico de la inflación en tres fases, empezando por los impactos iniciales sobre los precios (como los cuellos de botella asociados con la pandemia o la crisis energética por la guerra de Ucrania), siguiendo con los consiguientes efectos indirectos (el aumento de precios de bienes y servicios que, aun no estando directamente presionados por el *shock* inicial, se ven empujados por los costes de producción y el ajuste de precios relativos) y terminando con los efectos de segunda ronda, es decir, la retroalimentación entre precios, márgenes empresariales y salarios, que tiende a dar inercia a la inflación. A lo largo de este diagnóstico, nuestro indicador de referencia será el *momentum*, una métrica que captura mejor que las referencias interanuales el estado actual de la inflación.<sup>1</sup>

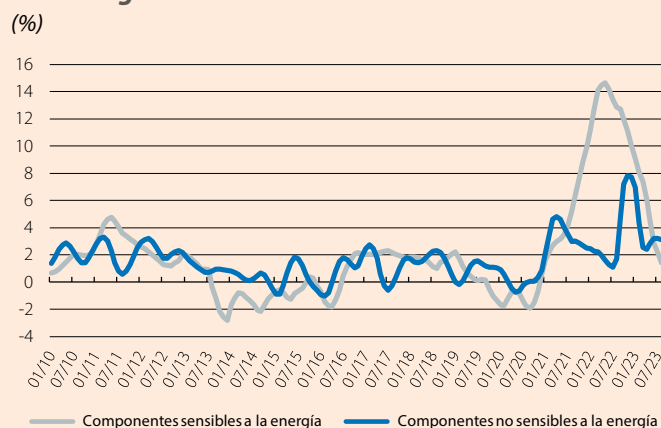
### Eurozona: peso en la cesta del IPCA general según sensibilidad a la energía



**Nota:** Identificamos la sensibilidad energética de cada subcomponente del IPCA general a partir de su asociación estadística con el IPCA energético (detalles en la nota al pie 2).

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

### Eurozona: momentum del IPCA según sensibilidad a la energía



**Notas:** El momentum se define como la variación anualizada del índice de precios promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (con datos desestacionalizados). El gráfico presenta una versión suavizada. Identificamos la sensibilidad energética de cada subcomponente del IPCA general a partir de su asociación estadística con el IPCA energético (detalles en la nota al pie 2).

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

En la eurozona, el principal detonante de la inflación fue el tensionamiento de los precios energéticos por la guerra de Ucrania. Para evaluar hasta qué punto el encarecimiento de la energía se ha filtrado al resto de precios y/o sigue condicionando la inflación en su conjunto, hemos analizado qué componentes del IPC se muestran sensibles a la energía y qué dinámicas de precios siguen.<sup>2</sup> Como muestran los dos primeros gráficos, la crisis energética contagió a buena parte de la cesta de precios, hasta el punto de que los componentes «sensibles a la energía» llegaron a representar casi el 80% del IPC y fueron los grandes responsables del repunte inflacionista. Sin embargo, en otoño de 2023 la situación se había normalizado, con un pequeño pero: mientras que, antes de la pandemia, el *momentum* de los componentes no sensibles a la energía fluctuaba cerca del 2%, pasado el *shock* energético, el *momentum* de estos componentes se encuentra un escalón por encima, más cerca del 3% que del 2% al que aspira el BCE.<sup>3</sup>

Este primer ejercicio señala que el impacto directo e indirecto del *shock* energético está cerca de desvanecerse, pero tam-

1. El *momentum* es la variación del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (anualizada y desestacionalizada) y tiene un buen equilibrio entre ser una métrica de baja volatilidad (como las variaciones interanuales) y ofrecer información a tiempo real (como las intermensuales).

2. Con el desglose de la cesta del IPCA en 94 subcomponentes, estimamos la relación del *momentum* de cada subcomponente ( $\pi_t^{i,m}$ ) con el *momentum* de la energía ( $\pi_{t-k}^{ener,m}$ ):

$$\pi_t^{i,m} = \alpha + \beta \pi_{t-k}^{ener,m} + \varepsilon_t$$

Analizamos cuatro casos (de  $k = 0$  hasta  $k = 3$ ) en ventanas móviles de 24 meses. Clasificamos como «sensible a la energía» aquellos componentes con una  $\beta$  positiva y estadísticamente significativa en al menos uno de los rezagos del *momentum* energético.

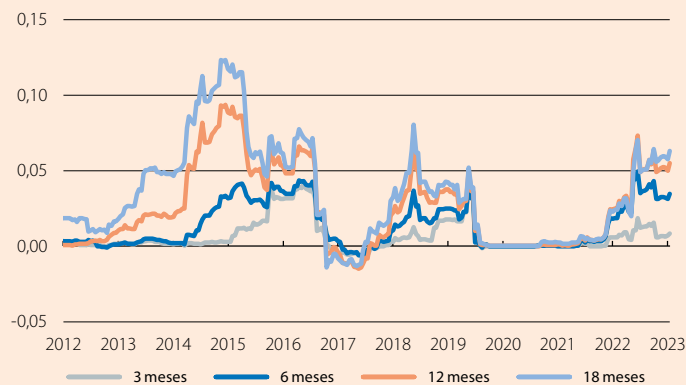
3. El mismo ejercicio para EE. UU. muestra que la importancia de los componentes sensibles y no sensibles a la energía es mucho más estable en el tiempo y, de hecho, sus inflaciones siguen dinámicas parecidas. Esto refleja la distinta naturaleza del repunte inflacionista en EE. UU., más afectado por desequilibrios de oferta y demanda domésticos que por la crisis energética.

bién sugiere un punto de cautela ante el riesgo de que algunos precios hayan adquirido una mayor inercia. Para analizar este riesgo, examinamos el grado de persistencia de la inflación en un segundo ejercicio.<sup>4</sup> Como muestra el tercer gráfico, este examen revela que el componente inercial de la inflación ha aumentado de manera generalizada en los dos últimos años. Con todo, este incremento es relativamente moderado y hay un descenso del *momentum* compartido entre los componentes, independientemente de su grado de persistencia. De hecho, en EE. UU., donde por la naturaleza de la inflación esta persistencia podría ser más preocupante, los componentes más inerciales recientemente exhiben un menor *momentum* que el resto y, excluidos alquileres (*shelter*, partida de elevado peso pero con dinámicas idiosincráticas),<sup>5</sup> explican una porción pequeña de la inflación agregada.

Así pues, al encontrarnos en esta tercera y última fase de la crisis inflacionaria, los bancos centrales piensan que ya no tiene por qué ser necesario subir más los tipos de interés. Según han comentado los miembros del BCE y de la Fed en sus últimas apariciones, con mantener los tipos de interés elevados durante un buen tiempo podría ser suficiente para acabar de recorrer esta última milla que queda para el objetivo del 2%, una estrategia que se ha bautizado como *high for longer*. En este sentido, un ejercicio que puede ilustrar cómo los mercados financieros están interiorizando esta estrategia es la mayor sensibilidad a sorpresas económicas que los vencimientos más largos de las distintas curvas de tipos de interés están mostrando con respecto a los tramos más cortos.<sup>6</sup>

### Sensibilidad de las expectativas sobre la Fed a sorpresas económicas \*

Coefficiente



**Nota:** \* Mostramos la evolución del coeficiente  $\beta$  de la regresión contada en la nota al pie 6 para cada uno de los vencimientos (3, 6, 12 y 18 meses) para la rolling window de 20 meses.

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

que estos van a ser moderados, en ausencia de una desaceleración brusca de la actividad económica, y que, sobre todo, no serán de suficiente magnitud como para poder decir que se abandona la política monetaria restrictiva.

4. Con desgloses de la cesta del IPC (EE. UU., 82 subcomponentes; eurozona, 94 componentes), estimamos el comportamiento autorregresivo del *momentum* de cada subcomponente en ventanas móviles de 24 meses:

$$\pi_t^{i,m} = c + \rho \pi_{t-1}^{i,m} + \varepsilon_t$$

En cada ventana, ordenamos las  $\rho$  estimadas de menor a mayor y clasificamos los subcomponentes en tres categorías de persistencia: baja ( $\rho$  entre el 25% de valores más pequeños), media (entre el 25% y el 75%) y alta ( $\rho$  entre el 25% de valores más grandes).

5. Véase el Focus «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

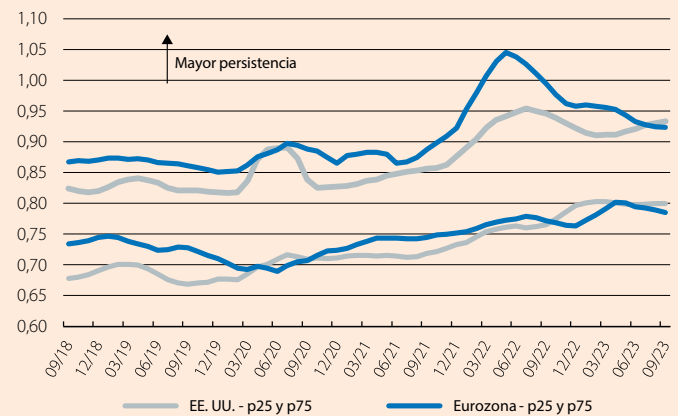
6. Estimamos la siguiente regresión con una ventana móvil de 20 observaciones,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + cpi_t + \varepsilon_t$$

$\Delta i$  denota la variación diaria de los futuros sobre el tipo de interés de la Fed a  $n$  meses vista (3, 6, 12 y 18);  $s$  la diferencia entre el dato publicado y el esperado por el consenso de Bloomberg para el IPC y la creación de empleo de EE. UU.;  $cpi$  una variable que toma valor 1 si la fecha corresponde a la publicación de la inflación y 0 si es para el de empleo; y  $\varepsilon_t$  es un término de error. En el cuarto gráfico mostramos la evolución de los cuatro coeficientes  $\beta^n$ .

### Persistencia de la inflación

Índice



**Notas:** Estimamos un AR(1) para el *momentum* de cada subcomponente del IPC general con ventanas temporales de 24 meses y obtenemos la distribución de coeficientes autorregresivos de todos los subcomponentes. El gráfico muestra la evolución a lo largo del tiempo de los coeficientes correspondientes al percentil 25 y 75 de esas distribuciones (series temporales suavizadas).

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

Así, como se puede ver en el último gráfico, la sensibilidad de los futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal a sorpresas en la publicación de datos económicos es mayor para los vencimientos de más largo plazo (18 meses vista) que en los de más corto plazo. Esta dinámica se mantiene desde 2012 hasta la actualidad, es decir, una misma sorpresa económica provoca un mayor repunte en los vencimientos largos que en los cortos, dado que, con un mayor horizonte de tiempo, hay más reuniones de margen para que la Fed suba los tipos de interés. Sin embargo, lo que podemos ver en estos últimos meses es cómo la sensibilidad de los futuros a 18 meses sigue aumentando moderadamente, mientras que la de futuros a 3 y 6 meses está descendiendo, lo que sugiere que los mercados ya no están tan centrados en cuánto más la Fed subirá los tipos de interés, sino por cuánto tiempo los va a mantener elevados.

Con todo, creemos que es probable que en 2024 asistamos a los primeros recortes en los tipos de interés, pero pensamos

## Un nuevo marco fiscal europeo para 2024... ¿será posible?

El repunte de las rentabilidades de la deuda a escala global ha vuelto a poner la situación fiscal en el foco. El caso de Europa reviste un interés especial, ya que en 2024 las reglas fiscales se volverán a activar, tras suspenderse desde 2019 por la pandemia y el inicio de la guerra en Ucrania. Este «parón» pretendía aprovecharse para desarrollar un nuevo marco fiscal y en abril de 2023 la Comisión Europea presentó un borrador de su propuesta, que es la base para elaborar el documento final que debería aprobarse antes de final de año, para aplicarse en 2024. El BCE también urge a que se llegue a un acuerdo a tiempo, consciente del desafío que le supone la situación actual (desaceleración económica y elevado endeudamiento).

### Qué plantea el nuevo marco fiscal

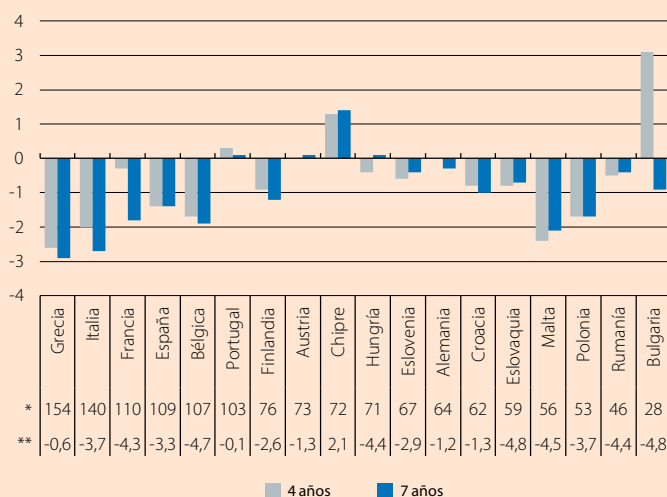
La propuesta de la Comisión Europea refuerza el protagonismo de los gobiernos nacionales, que deberán elaborar un plan fiscal cuatrianual (extensible a siete años si se presentan planes de reforma e inversión que fomenten el crecimiento) para reducir los déficits estructurales excesivos y garantizar la sostenibilidad de la deuda de acuerdo con los análisis de la Comisión Europea. Esta senda de ajuste será personalizada para cada país, negociada entre la Comisión y cada Estado miembro y aprobada por el Consejo.<sup>1</sup>

Estos planes plurianuales están sujetos a dos importantes restricciones o salvaguardas. De un lado, se mantienen las referencias del 3,0% del PIB de déficit público y del 60% para la deuda pública como objetivos a medio plazo. De otro, la senda de ajuste incorpora una regla de gasto neto primario<sup>2</sup> como variable de control y se exige una reducción anual del déficit de, al menos, el 0,5% del PIB. La Comisión Europea se limita a establecer «un ajuste fiscal mínimo del 0,5% del PIB al año», pero desde diversos ámbitos<sup>3</sup> se interpreta que, para que esta medida contribuya a la consolidación fiscal, ha de referirse al déficit estructural. Por tanto, las principales novedades serían que se flexibiliza la senda de ajuste fiscal al adaptarse a la realidad de cada país; se aplica una regla de gasto primario como variable de control (en lugar del déficit estructural); se suprime la regla de ajuste de la deuda de 1/20 (cada año debe reducirse en el equivalente a 1/20 de la diferencia entre su valor en porcentaje del PIB y el objetivo del 60%), y se introduce una regla de ajuste basada en el déficit.

### El plan propuesto, ¿es más o menos estricto que el vigente?

Bruegel<sup>4</sup> ha evaluado la propuesta de la Comisión calculando las implicaciones del ajuste fiscal para todos los países de la UE con una deuda superior al 60% o un déficit superior al 3% del PIB. En sus conclusiones, reconoce que el marco propuesto sigue siendo ambicioso, ya que, en media, los Estados miembros deberían reducir su déficit estructural en torno al 2% del PIB entre 2025 y 2028 en los planes cuatrianuales (algo menos si los planes son a siete años). Además, ambos marcos coinciden en cuáles son los países que afrontan el ajuste más agresivo y cuáles los que menos, pero difieren en la magnitud del ajuste. De hecho, para casi la mitad de los casos en los que el déficit y la deuda superan los umbrales exigidos, el ajuste del déficit estructural bajo el nuevo marco sería inferior, en casi un 1,0% del PIB en media, al que establece el actual (tanto en los planes a cuatro como a siete años), lo que beneficiaría especialmente a Grecia, Italia, Bélgica y España. Por su parte, en Austria, Francia, Alemania y Portugal la intensidad del ajuste sería similar bajo ambos marcos, especialmente para los planes a cuatro años.

### Diferencia entre el ajuste requerido para el déficit estructural en los planes plurianuales bajo el nuevo marco vs. el marco actual (p.p. de PIB)



Notas: \* Deuda pública (% de PIB). \*\* Saldo fiscal (% de PIB). Ambas previsiones para 2024 de la Comisión Europea.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos publicados por Bruegel.

1. Además, finalizado el periodo de ajuste, cada país debe generar margen fiscal para hacer frente a los costes asociados al envejecimiento de la población.

2. Se refiere al gasto público sin intereses, sin el componente cíclico del gasto en desempleo, sin medidas one-off y neto de ingresos por nuevas medidas tributarias.

3. Por ejemplo, Bruegel.

4. Véase Darvas, Z., Welslau, L. y Zettelmeyer, J. (2023). «A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal». Documento de Trabajo 16/2023. Bruegel.

### **Todavía sin acuerdo a menos de dos meses de que acabe el año**

Para «desenredar» las negociaciones, Alemania y Francia han iniciado un diálogo bilateral para facilitar un acuerdo antes de fin de año. Parece que hay consenso generalizado en adoptar los planes de consolidación fiscal personalizados. A partir de ahí, el bloque francés pide más flexibilidad para no ahogar el crecimiento económico, mientras que el bloque alemán, que ya logró que la Comisión Europea incluyese en el borrador el ajuste mínimo del déficit del 0,5% del PIB anual a todos los Estados, quiere también incluir en todos los casos en los que la deuda supere el 60% del PIB un recorte obligatorio anual para la deuda del 1,0% del PIB. Italia, por su parte, sigue pidiendo una «regla de oro» para sacar del cómputo de déficit gastos estratégicos (que luego cada país decidirá si corresponde a inversiones verdes, digitales o de defensa). Mientras, la propuesta de España incide en que lo más importante es contar con las salvaguardas adecuadas que, garantizando la reducción de la deuda y del déficit, no perjudiquen las inversiones necesarias para impulsar el crecimiento.

Las autoridades políticas señalan que ya hay acuerdo para un 70% del plan, pero aún quedan por cerrar los flecos más conflictivos y será difícil que todo esté aprobado antes de final de año: será necesaria la aprobación por todos los parlamentos nacionales y que luego se respalde por una mayoría cualificada en el Consejo Europeo para finalmente tramitarse en el Parlamento Europeo. Además, con las elecciones europeas el próximo 6 de junio de 2024 y con todos los partidos en campaña electoral, no se puede descartar que la aprobación del nuevo marco fiscal se retrase hasta la segunda mitad del año que viene. En consecuencia, todo apunta a que 2024 puede ser un año de transición en lo que a gobernanza fiscal se refiere.

### **Presupuestos presentados**

En este contexto, los presupuestos presentados por las principales economías muestran su compromiso con la vuelta a la ortodoxia fiscal, pero confirman las dificultades para cumplir con las exigencias, ya sea bajo el marco actual, ya sea de lo que se espera para el nuevo. Italia, por ejemplo, ha presentado un plan presupuestario menos ambicioso que el presentado en abril y ahora anticipa que el déficit fiscal, tras situarse en torno al 5,3% del PIB en 2023, alcanzaría el 4,3% en 2024, y no caería al -3,0% hasta 2026. Además, la corrección del déficit estructural sería bastante acusada en 2024 (-1,1 p. p. del PIB), pero sería poco ambiciosa en 2025 y 2026, lo que explica la persistencia en las dinámicas de deuda pública (139,6% del PIB en 2026 vs. 140,2% en 2023).

Algo parecido ocurre con Francia, que, tras estimar un déficit fiscal de alrededor del 4,9% en 2023, pospone hasta 2027 cumplir con el -3,0% (entre los últimos en lograrlo); con un déficit estructural que apenas se recortaría en 0,4 p. p. en 2024 (en los años siguientes el ajuste podría ser incluso inferior), esto implicaría que la deuda pública siga por encima del 109% del PIB hasta 2026 y apenas se reduzca desde los niveles actuales (109,7% en 2023). En el extremo opuesto tenemos a Alemania, adalid de la austeridad fiscal, que ya ha anunciado que volverá a activar la regla constitucional del «freno de deuda» (prohíbe endeudarse al año por encima del 0,35% del PIB), a pesar del frenazo de su economía. En suma, los presupuestos se han elaborado con la intención de devolver las métricas fiscales a referencias más sostenibles, pero sin olvidar que Europa atraviesa una etapa delicada (no se puede incluso descartar una recesión breve y moderada), que condicionará la velocidad y la intensidad del tan necesario ajuste fiscal. Aunque al final, en un contexto tan complejo como el actual, los mercados financieros serán los que dictarán sentencia sobre la idoneidad del ajuste en cada caso.

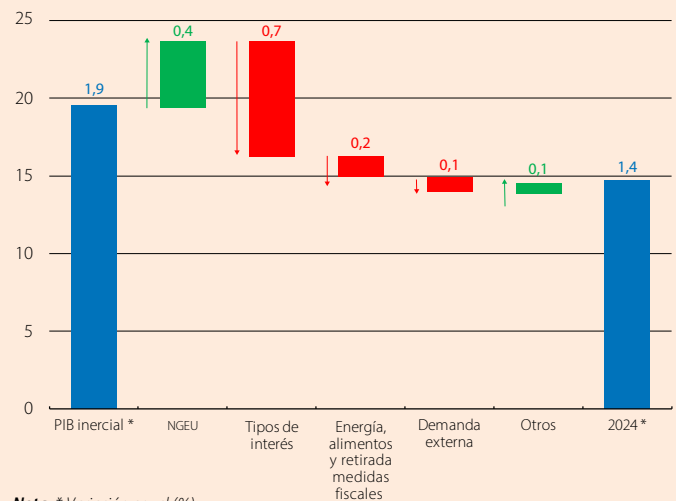
*Rita Sánchez Soliva*

## Perspectivas para la economía española en 2024: un año cargado de desafíos

### Punto de partida

Las consecuencias de la guerra entre Rusia y Ucrania han seguido dominando las dinámicas de la economía a lo largo de 2023. La guerra desató una crisis energética que desencadenó un fuerte repunte de la inflación que llevó a que el BCE se embarcara en un ciclo agresivo de subidas de tipos de interés. La crisis energética tuvo su impacto máximo en 2022, pero se desvaneció con rapidez en el tramo final de 2022 y los primeros compases de 2023. Junto a la recuperación del turismo, la rápida moderación de los precios de la energía permitió una mejora del consumo y que la economía española creciera a ritmos notables durante la primera mitad de 2023. Sin embargo, una vez agotado el canal energético, la economía en la segunda mitad de 2023 ha moderado su ritmo de crecimiento afectada, además, por un conjunto de vientos de cara. Entre estos factores destacamos la inflación impulsada por el aumento de los precios de los alimentos y el repunte del precio del petróleo que ha tenido lugar desde julio de 2023, el impacto de los mayores tipos de interés y la marcada desaceleración del crecimiento en la eurozona. De este modo, si el PIB creció un promedio del 0,5% intertrimestral en la primera mitad de 2023, en el 3T la economía pasó a crecer un más modesto 0,3% intertrimestral. Con todo, prevemos que la economía crezca un 2,4% en el conjunto de 2023, con un perfil que ha ido de más a menos.

**España: desglose del crecimiento del PIB 2024**  
(p. p.)



**Nota:** \* Variación anual (%).  
**Fuente:** CaixaBank Research.

### Perspectivas para 2024

Para 2024 prevemos que la economía modere su ritmo de crecimiento hasta el 1,4%. En el primer gráfico mostramos el desglose de esta previsión según sus principales determinantes.<sup>1</sup> Tal y como se puede ver, en ausencia de perturbaciones externas, podríamos haber esperado un ritmo de crecimiento cercano al 2,5% gracias, en parte, al apoyo de los fondos europeos.

Sin embargo, prevemos que la economía se vea lastrada por un conjunto de factores. En primer lugar, destacamos el impacto de la subida de tipos de interés. El BCE empezó a subir tipos en julio de 2022 y, desde entonces, ha subido los tipos en 450 p. b. Nuestra previsión es que el pasado septiembre el BCE alcanzó el tipo pico (*depo* al 4,0% y *refi* al 4,5%) y que mantendrá los tipos a este nivel hasta la segunda mitad de 2024, punto en el que empezaría a bajar los tipos de manera gradual.<sup>2</sup> Según estas previsiones, el euríbor a 12 meses se situaría cerca del 3,6% en el promedio de 2024, tras anotar un promedio de cerca del 3,9% en 2023. Aunque los tipos puedan ser más bajos en 2024 que en 2023, hay que recordar que el impacto de una subida de tipos tarda bastante en transmitirse a la economía. Típicamente, el impacto máximo se produce entre uno y dos años después de la subida.<sup>3</sup> Estos retardos explican que, a pesar de que prevemos tipos más bajos en el promedio de 2024 que en el de 2023, el impacto de los tipos de interés sobre el crecimiento del PIB sea sustancialmente negativo en 2024.<sup>4</sup>

En segundo lugar, prevemos que la inflación siga lastrando la evolución de la actividad, aunque en menor medida que en los últimos dos años. En positivo, prevemos que las dinámicas subyacentes de la inflación se deberían moderar a lo largo de 2024. Esta moderación se producirá gracias al progresivo agotamiento del efecto contagio (el impacto que la fuerte subida de precios de la energía y los alimentos tiene sobre los precios de otros productos de la cesta del IPC) y a la ausencia de efectos de segunda ronda de calado. De este modo, prevemos que la inflación núcleo (aquella que excluye la energía y los alimentos) pasará de crecer un 4,6% en 2023 a un 3,0% en 2024. En contraposición, la retirada de las principales rebajas fiscales por la guerra de Ucrania a principios de 2024 añadiría cerca de 1 p. p. a la inflación de 2024, principalmente a través del componente energético y de los

1. Partimos del crecimiento del PIB inercial, que se calcula mediante una regresión de la variación anual del PIB frente al primer retardo de este y la brecha de producción del año anterior. El retardo captura la inercia habitual del PIB, mientras que la brecha de producción captura el impulso de la economía según el punto cíclico en el que se encuentra.

2. Para más información acerca de la previsión de tipos de interés, véase el Focus «Nuevo escenario económico: perspectivas para las economías y los mercados internacionales» en el IM10/2023.

3. Véase BCE. «A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021». Boletín Económico 3/2023.

4. El impacto de los tipos de interés se calcula mediante el modelo semiestructural de CaixaBank Research para España. Introducimos en el modelo la diferencia entre la previsión de tipos entre el 1T 2022 y el 4T 2024 que teníamos a diciembre de 2021 (previo al inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania) y la previsión actual (junto con los datos realizados) para obtener el impacto en cada año del ciclo de subidas de tipos. Se evalúa el ciclo entero entre 2022 y 2024 para que el modelo capture los retardos típicos del impacto de la subida de tipos.



alimentos.<sup>5</sup> En su conjunto, prevemos que la inflación general promedio apenas se modere en 2024 respecto al 2023 (3,6% frente a 3,7%), por lo que seguirá realizando una contribución negativa al crecimiento.<sup>6</sup>

Finalmente, el bajo crecimiento económico previsto para la eurozona (previsión de crecimiento para 2024 del 0,7% según CaixaBank Research frente al 1,4% de crecimiento potencial según el FMI) también tendrá un efecto adverso sobre nuestra economía.<sup>7</sup>

Un escenario rodeado de riesgos

Este escenario, no obstante, podría cambiar en función de si se materializan algunos de los riesgos que lo rodean. Destacamos la posibilidad de que los conflictos geopolíticos tensionen más los mercados de la energía, de las materias primas y/o las cadenas de suministro globales. Asimismo, el impacto del ciclo de subidas de tipos de interés podría ser mayor del previsto e incidir no solo de manera directa sobre nuestra economía sino también a través de un menor crecimiento de la eurozona. A modo ilustrativo, la tabla ofrece al lector un conjunto de sensibilidades del crecimiento del PIB ante cambios en alguno de los supuestos claves subyacentes de nuestro escenario.<sup>8</sup>

Sin embargo, no todo son riesgos a la baja, también los hay al alza. El buen comportamiento de la renta disponible de los hogares es uno de ellos.<sup>9</sup> En el primer semestre de 2023 la renta bruta disponible de los hogares creció un 11,5% interanual, una cifra muy notable y claramente superior a la inflación promedio de este mismo periodo, de cerca del 4%. Este crecimiento se debió, en gran parte, al aumento del 8,5% interanual que registró la remuneración de los asalariados (el componente de mayor peso dentro de la renta disponible), un crecimiento que se explica tanto por el fuerte ritmo de crecimiento del empleo en el periodo, de cerca del 3% interanual, como por un mayor crecimiento de los salarios. La fortaleza que ha mostrado el mercado laboral ha permitido más que compensar el aumento del pago neto de intereses derivado del aumento de tipos. Así, en términos absolutos, el aumento de la remuneración de los asalariados entre el primer semestre de 2022 y el de 2023 ha supuesto cerca de 47.000 millones de euros, una cifra muy superior a los cerca de 2.400 millones de euros más que ha supuesto el aumento del pago neto de intereses.<sup>10</sup>

España: promedio del año (2024)

	Impacto sobre el crecimiento del PIB en p. p.
Inflación (+1 p. p.)	-0,1
Precio del petróleo (+20 dólares)	-0,3
Euríbor a 12 meses (+1 p. p.)	-0,1
Crecimiento PIB eurozona (-1 p. p.)	-0,2
Tasa de ahorro (-1 p. p.)	0,4

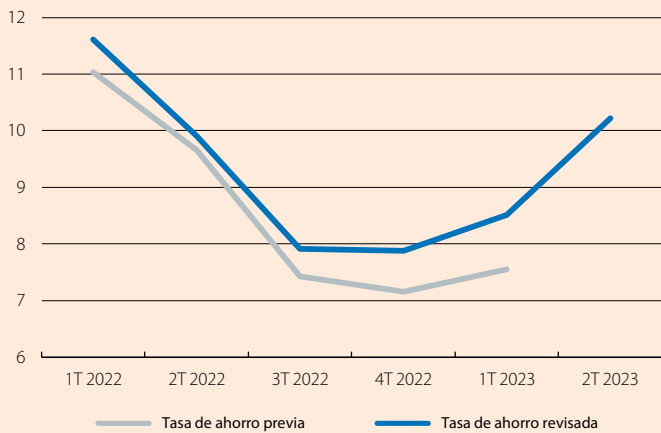
Fuente: CaixaBank Research.

ma de lo previsto en nuestro escenario macroeconómico actual (1 punto es precisamente la magnitud de la revisión al alza que comentábamos anteriormente), los hogares dispondrían de un mayor colchón de ahorros de cara a 2024. En el supuesto de que lo utilizaran plenamente en 2024, estimamos un impacto sobre el PIB de cerca de 0,4 p. p. (véase la tabla de sensibilidades).

Oriol Carreras

España: tasa de ahorro

Renta bruta disponible (%)



Nota: Acumulado de 4 trimestres.

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

Más allá del buen comportamiento de los últimos datos de renta disponible, también destaca la revisión al alza de la serie histórica que efectuó el INE en su última publicación. El mayor dinamismo de la renta disponible se ha reflejado en la tasa de ahorro: según los nuevos datos, la tasa de ahorro de los hogares en el 1T 2023 se emplazó cerca de 1 p. p. por encima de lo conocido anteriormente (véase el segundo gráfico).

La revisión al alza de la tasa de ahorro en el 1T 2023, junto con el elevado nivel de ahorro del 2T 2023, podría llevar a un mayor dinamismo del consumo privado en 2024. A modo ilustrativo, si la tasa de ahorro en 2023 cierra 1 p. p. por encima de lo conocido anteriormente (véase el segundo gráfico).

5. Se trata principalmente de la retirada de la bonificación al IVA de la electricidad, del gas y de los alimentos, así como de la bonificación al impuesto especial de la electricidad.

6. Para calcular el impacto de la inflación de los elementos no subyacentes (energía y alimentos no procesados) introducimos en el modelo semiestructural shocks en los componentes no subyacentes para modelizar el impacto directo y el indirecto de estos shocks (este último capturado por la inercia que presenta la ecuación de precios en el modelo).

7. El shock de demanda externa mide la diferencia entre el crecimiento del PIB previsto para la eurozona para 2024 y el PIB potencial (obtenido del FMI), y traslada esta diferencia de crecimiento a flujos de exportaciones netos del contenido importador de estas exportaciones.

8. Estas cifras no son escenarios alternativos que consideramos más o menos probables, sino una sensibilidad a cambios a modo ilustrativo en algunos de los supuestos de nuestro escenario.

9. Para más información acerca de la evolución de la renta bruta disponible en el 2T 2023, véase el Focus «Mejora la situación financiera de las familias españolas gracias a la creación de empleo y a la reducción de la deuda» de este mismo Informe Mensual.

10. Datos de pagos de intereses de las cuentas no financieras del INE.

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:

### 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.



### Flash de divisas

Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.



### Informe Sectorial Agroalimentario 2023

El sector agroalimentario español está sufriendo los efectos de la sequía prolongada y la fuerte alza de los costes de producción. Aun así, el sector ha mostrado una tendencia de crecimiento moderado que prevemos que se mantenga en los próximos trimestres.



### Informe Sectorial de Turismo 1S 2023

El sector turístico está siendo una fuente de buenas noticias para la economía española en lo que va de 2023, mostrando una gran resiliencia ante el entorno inflacionista a la incertidumbre macroeconómica de los principales mercados emisores.



### Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2023

El mercado inmobiliario español se está desacelerando, aunque a un ritmo más suave de lo esperado, y sigue contando con importantes apoyos pese a que seguimos esperando un ajuste de las compraventas y una ralentización del crecimiento del precio de la vivienda.



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

