IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 484 | DICIEMBRE 2023

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
El BCE, a revisión

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Japón: cambio en el rumbo de la política monetaria

Las cuentas públicas de EE. UU.: situación y perspectivas

ECONOMÍAS ESPAÑOLA Y PORTUGUESA

La intensidad exportadora de los sectores en España

Desentrañando el comportamiento de la productividad de la economía portuguesa

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Diciembre 2023

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
José Ramón Díez
Director de Economías y Mercados Internacionales
Oriol Aspachs
Director de Economía Española
Sandra Jódar
Directora de Planificación Estratégica
Adrià Morron Salmeron y Nuria Bustamante
Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
5 de diciembre de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS
9 *El BCE, a revisión*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL
14 *Japón: cambio en el rumbo de la política monetaria*
Luís Pinheiro de Matos
16 *Las cuentas públicas de EE. UU.: situación y perspectivas*
Ricard Murillo Gili

20 ECONOMÍA ESPAÑOLA
22 *La intensidad exportadora de los sectores en España*
Erik Solé

25 ECONOMÍA PORTUGUESA
26 *Desentrañando el comportamiento de la productividad de la economía portuguesa*
Vânia Duarte

Un 2023 mejor de lo esperado

El año 2023 empezó con unos pronósticos poco optimistas y cargados de temores. Se esperaba que las principales economías desarrolladas crecerían de forma modesta e incluso se llegó a temer que alguna de ellas, como la española, registraran puntualmente tasas de crecimiento negativas. El contexto global ciertamente no invitaba al optimismo. Con el fuerte impacto que la guerra en Ucrania había tenido en los precios de la energía y en las materias primas en general, los presagios no podían ser buenos. Incluso no se descartaba la posibilidad de que algunos países europeos tuvieran que aplicar cortes de electricidad.

Al final, el balance ha sido claramente más positivo. En términos de crecimiento, hace un año se esperaba que el PIB de las economías estadounidense y europea avanzaría un 0,2% y un –0,1%, respectivamente. En cambio, hoy en día, con el ejercicio ya prácticamente cerrado, se espera que alcance el 2,4% y el 0,5%. En el caso de la economía española, la mejora de las perspectivas a lo largo del año también ha sido destacable. El consenso de analistas sitúa ahora el crecimiento del PIB de 2023 en el 2,3%, cuando hace un año no esperaba que llegara ni al 1%.

Una de las claves de la mejora ha sido la moderación de los precios de la energía en general, y del gas en particular, especialmente en el mercado europeo. Hace un año, el mercado de futuros situaba el precio del gas TTF, de referencia en Europa, en los 150 euros/MWh a finales de 2023. En cambio, durante el mes de noviembre ha cotizado alrededor de los 50 euros/MWh. Los países europeos reaccionaron con celeridad y fueron capaces de encontrar fuentes de suministro alternativas al gas ruso con más facilidad de la esperada. De hecho, afrontan este invierno con las reservas llenas y los buques de gas natural licuado haciendo cola para descargar. La moderación de los precios de la energía ha facilitado que la inflación se haya temperado de forma más rápida, lo que ha permitido que los hogares no perdieran tanto poder adquisitivo. Así, el consumo de los hogares ha resistido mejor de lo que se esperaba en los principales países desarrollados, registrando crecimientos que en el conjunto de 2023 se espera que alcancen el 2,2% en EE. UU. y el 1,4% en España.

En el caso de la economía española, también destaca el sector exterior, cuya evolución fue mucho mejor de lo que se presumía. Sin lugar a duda, la excelente temporada turística ha sido clave. Pero también las exportaciones de servicios no turísticos han sorprendido por su elevado dinamismo. Así, hace un año se esperaba que el saldo corriente en 2023 se deterioraría y apenas sería positivo, situándolo el consenso de analistas alrededor de los 3.000 millones de euros. En cambio, hoy el consenso de analistas lo sitúa cerca de los 32.000 millones de euros.

Otro factor que ha ayudado a que el *shock* energético haya sido acotado ha sido que las principales economías desarrolladas lo pudieron afrontar sin grandes desequilibrios macroeconómicos. Ello evitó que se pusieran en marcha dinámicas que habrían amplificado el impacto haciéndolo más severo y persistente, como ocurrió con la crisis inmobiliaria y financiera hace algo más de una década. Además, la respuesta de la política económica, tanto desde el flanco fiscal como desde el monetario, ha sido globalmente rápida y eficaz.

Todo ello ha sido de suma importancia para que el empleo mantuviera durante 2023 una dinámica positiva, superando con creces las perspectivas de principios de año. Ante la perspectiva de que el bache sería temporal, muchas empresas prefirieron mantener los puestos de trabajo, para evitar tener que volver a buscar trabajadores al cabo de poco tiempo en un mercado laboral ya bastante tensionado y en el que varias empresas reportan dificultades para encontrar trabajadores. Así, la tasa de paro en EE. UU. y la eurozona va camino de cerrar el año con un promedio de más de medio punto por debajo de lo que se esperaba a finales de 2022, en el 3,7% y el 6,5%, respectivamente. En el caso de la economía española, la sorpresa aún ha sido mayor y la tasa de paro probablemente se acabará situando 1 p. p. por debajo de donde se esperaba, cerca del 12%.

Para 2024, los pronósticos son menos halagüeños, sobre todo porque se teme que el impacto del aumento de los tipos de interés todavía pueda hacer mella en la actividad económica. Para EE. UU., el consenso de analistas sitúa la tasa de crecimiento solo ligeramente por encima del 1%, mientras que en el caso de la eurozona la dejan en un 0,6% y para la economía española, en el 1,3%. Los riesgos que rodean el escenario son numerosos, pero no todos son negativos. Si las presiones inflacionistas consolidan el rápido descenso que han experimentado en los últimos meses y los bancos centrales bajan los tipos de interés algo más rápidamente de lo que se supone, es probable que dentro de un año volvamos a hacer otro balance positivo.

Oriol Aspachs
Diciembre 2023

Cronología

NOVIEMBRE 2023

10 El programa Copernicus de la UE informa que el año 2023 ha registrado el periodo enero-octubre más caluroso a nivel mundial, con 1,43 ºC por encima del promedio de 1850-1900 y récords en los meses de junio, julio, agosto, septiembre y octubre.

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%.

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%.

Agenda

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).

ENERO 2024

3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
5 Eurozona: avance del IPC (diciembre).
8 Portugal: empleo y desempleo (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).
9 Portugal: comercio internacional (noviembre).
Portugal: cifra de negocios en la industria (noviembre).
10 España: cuentas financieras (3T).
22 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
25 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
EE. UU.: PIB (4T y 2023).
26 España: encuesta de población activa (4T).
30 España: avance del PIB (4T).
España: avance del IPC (enero).
Portugal: avance del PIB (4T).
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
30-31 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
31 Portugal: avance del IPC (enero).
Portugal: ejecución presupuestaria (diciembre).

Vientos de cambio para la política monetaria

Después de haber puesto en marcha el proceso de endurecimiento monetario más intenso de las últimas décadas, parece que los bancos centrales están en vías de solucionar el inesperado repunte de la inflación que ha tenido que afrontar la economía internacional desde el primer semestre de 2021. O, al menos, eso es lo que está anticipando el giro en las expectativas de política monetaria que se ha producido desde la primera quincena de noviembre, cuando las sorpresas positivas en los datos de IPC en EE. UU., en la eurozona o en Gran Bretaña, no solo eliminaron las perspectivas de nuevas subidas de tipos, sino que además abrieron la posibilidad de bajadas desde el 2T 2024. De esta manera, los inversores han pasado a cotizar rebajas de 125 p. b. a ambos lados del Atlántico en los próximos 12 meses, lo que se ha traducido en fuertes descensos de los tipos soberanos (entre 50 y 80 p. b. en las referencias a 10 años) y del euríbor a 12 meses (del 4,1% al 3,7%), subidas acumuladas en cuatro semanas de casi el 10% en los principales índices bursátiles y rebajas de los costes de financiación de los emisores privados de entre 50 p. b. para las empresas con *rating* de inversión en Europa, hasta los 110 p. b. en el caso de los *high yields*.

El resultado de este movimiento de *risk on*, además de la fuerte revalorización de todo tipo de carteras de inversión, ha sido una intensa flexibilización de las condiciones financieras, anticipando el giro de política monetaria que se espera para 2024. La base de este cambio de expectativas es sólida; no en vano, el núcleo tendencial de precios estaría aproximándose al 3%, muy lejos de los máximos de 2022 (6%), lo que reflejaría que la parte más ardua del trabajo de los bancos centrales ya se ha conseguido. Algo que corroborarían medidas de *momentum* de la inflación, como la versión desestacionalizada (y anualizada) del IPC que publica el BCE (3,0% la general y 2,0% la núcleo el pasado mes) o el comportamiento de rúbricas fundamentales en EE. UU. para la evolución de los precios, como el *shelter* (+0,3% en octubre). A partir de aquí, el escenario «idílico» que están anticipando los mercados para 2024 tiene dos puntos débiles que son: la necesidad de los bancos centrales de mantener la firmeza en el tono de la política monetaria hasta tener señales concluyentes de que no hay obstáculos significativos en la última milla (tránsito de la inflación entre el 3% y el 2%) y, relacionado con lo anterior, el supuesto de que esa corrección más rápida de la inflación se podrá conseguir con un coste muy moderado en términos de actividad. En definitiva, el comportamiento de los mercados financieros desde el 13 de noviembre anticipa un aterrizaje suave e inmaculado de la actividad, sin daños colaterales, ni riesgos de nuevos *shocks* en el horizonte. De manera que, en ese juego del gato y el ratón entre inversores y bancos centrales, las próximas semanas será el turno de las autoridades monetarias para intentar, con una comunicación bien calibrada, modular una euforia reciente de los mercados financieros que puede suponer una cortapisa para alcanzar los objetivos en tiempo y forma.

La realidad es que, para una economía tan endeudada como la actual, este giro monetario, aunque sea de menor intensidad de lo que se descuenta actualmente, sería un importante bálsamo para los escenarios de crecimiento, así como para los riesgos de estabilidad financiera en 2024. No está de más recordar que con datos del IIF (Institute of International Finance), a finales del 3T de este año la deuda pública y privada que acumulaba la economía mundial ascendía a 307 billones de dólares (335% del PIB), con un aumento cercano al 75% desde 2008 (+133 billones de dólares). Teniendo en cuenta que el crecimiento promedio desde la gran crisis financiera ha sido de un 3,1%, eso significa que para generar cada punto adicional de actividad, la economía mundial ha necesitado endeudarse en más de 2,8 billones de dólares (casi dos veces el tamaño de la economía española). Esa dependencia del apalancamiento ha aumentado desde 2018, pues, por cada punto de crecimiento, la deuda global ha aumentado en 4,8 billones de dólares, en un entorno desafiante en el que se han tenido que afrontar los costes de la pandemia, las facturas de los conflictos bélicos o el aumento de los precios energéticos.

Por agentes, el incremento del endeudamiento público desde la pandemia ha sido superior al privado, con tendencias más negativas en países desarrollados que en emergentes, lo que refleja un mayor esfuerzo fiscal en la OCDE para amortiguar el impacto de los diferentes choques de oferta. A destacar también que el año que viene las amortizaciones que deberán afrontar los países emergentes serán parecidas a las de este año (cerca de 7 billones de dólares), mientras que en el caso de los países desarrollados el aumento es mucho más significativo (18 billones en 2024, frente a 10 billones en 2023), con especial mención a las necesidades de financiación de EE. UU. Todo lo anterior, junto a un entorno político desafiante, con elecciones en EE. UU., México o India y, por tanto, con incertidumbres importantes en el lado fiscal, anticipan un camino con algo más de sobresaltos que lo descontado por los mercados en estos momentos.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,75	4,25	2,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,65	3,85	2,40
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	5,50	3,15	2,80
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,66	4,30	4,20	2,80	2,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	3,60	3,10	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	4,00	3,00
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,91	3,45	2,55
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,87	3,19	2,48
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,82	2,94	2,40
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,95	3,00	2,43
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	–0,50	3,02	4,08	3,06	2,45
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	–0,69	2,37	3,15	2,50	2,25
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,70	2,60	2,50
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	–0,45	2,66	3,05	2,82	2,67
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	–0,25	2,73	3,13	2,99	2,83
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,80	3,60	3,30
Prima de riesgo	11	158	73	105	110	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	–0,64	2,45	3,22	3,04	2,93
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	–0,35	2,53	3,24	3,14	3,03
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	3,60	3,45	3,30
Prima de riesgo	19	297	65	97	90	85	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,07	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,87	0,89	0,90
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	85,0	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	79,4	70,5	63,5

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	2,8	2,9	3,1
Países desarrollados	*2,7*	*1,0*	*5,6*	*2,6*	*1,4*	*1,1*	*1,7*
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,0	0,8	1,7
Eurozona	2,2	0,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6
Alemania	1,6	0,8	3,1	1,9	–0,4	0,3	1,4
Francia	2,2	0,3	6,4	2,5	0,8	0,7	1,4
Italia	1,5	–1,0	7,0	3,8	0,7	0,6	1,7
Portugal	1,5	–0,2	5,7	6,8	2,4	1,8	2,4
España	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,4	1,4	2,0
Japón	1,4	0,1	2,3	1,1	1,3	1,1	1,1
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	2,5	0,6	0,5	0,3
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*4,4*	*6,9*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,1*
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
India	7,2	5,7	9,0	7,3	6,0	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	5,0	2,9	3,0	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rusia	–	1,0	5,6	–2,1	2,7	1,5	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	4,3	2,6	3,5
Polonia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,3	2,6	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Países desarrollados	*2,1*	*1,5*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,6*	*1,9*
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,2	2,4	1,7
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,6	3,1	2,1
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,2	3,3	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,3	2,9	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	6,6	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Japón	–0,3	0,4	–0,2	2,5	2,5	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,5	3,6	2,3
Países emergentes	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,1*	*5,4*
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,7	2,0	1,6
India	4,5	7,3	5,1	6,7	5,3	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,6	4,5	3,9
Rusia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,8	5,4	4,5
Turquía	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polonia	3,2	2,0	7,3	15,9	7,3	4,2	3,1

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,9	7,2	4,8	2,2	1,9	2,2
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,3	3,4	–0,2	2,6	1,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,6	–2,0	2,8	2,4	1,9	2,5	3,0
Bienes de equipo	4,9	–0,8	4,4	1,9	–0,1	3,7	3,1
Construcción	5,7	–3,4	0,4	2,6	3,1	1,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,5	15,2	0,6	–1,6	1,8
Importación de bienes y servicios	7,0	–1,0	14,9	7,0	–0,7	–0,7	2,4
Producto interior bruto	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,4**	**1,4**	**2,0**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,9	6,6	3,8	2,2	1,4	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índice de precios de consumo	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Costes laborales unitarios	3,0	1,1	0,3	0,4	3,9	3,1	2,6
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,2	0,8	0,6	1,8	1,7	1,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	2,0	2,4
Saldo público (% PIB) [1]	0,3	–6,8	–6,8	–4,7	–4,2	–3,6	–3,0

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,1	4,7	5,6	0,9	0,7	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,2	4,5	1,4	1,2	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,8	8,1	3,0	1,3	5,0	6,4
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	–	–	–
Construcción	–1,5	–2,3	7,4	1,3	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	4,7	0,7	1,6	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	5,5	2,7	4,5
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	1,6	2,5	4,8
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,2**	**5,7**	**6,8**	**2,4**	**1,8**	**2,4**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	2,7	2,0	1,1	0,4	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,6	6,0	6,6	6,5	6,3
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–2,9	–0,3	0,7	0,4	0,6

Previsiones

Las expectativas de un aterrizaje suave propician un *rally* en los mercados

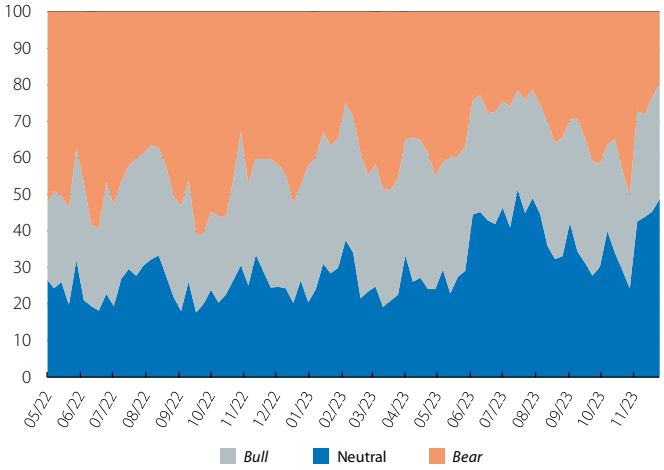
Rápido reajuste del sentimiento de mercado en noviembre. De agosto a octubre, el tono en el mercado estuvo dominado por una política monetaria restrictiva, una inflación persistentemente por encima del objetivo y la expectativa de *higher for longer* que lastró a las bolsas e impulsó las rentabilidades soberanas. Pero ante nuevos datos económicos que apuntan a un aterrizaje suave de las economías, la narrativa de los mercados cambió de rumbo en noviembre. Así, en el mes, los inversores mostraron un tono *risk-on* impulsando ganancias en las bolsas, recortes en las rentabilidades de deuda soberana y, finalmente, propiciando un debilitamiento del dólar ante sus principales contrapartes.

Los bancos centrales dejan de subir tipos y los mercados especulan con las primeras bajadas. En las reuniones de octubre, los principales bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos de interés, colocándose así en modo pausa, tras dos años de aumentos de tipos de manera sostenida en lo que ha sido uno de los ciclos de endurecimiento de la política monetaria más agresivos de las últimas décadas. Los mercados han interpretado esta pausa como el fin del ciclo de subidas y los niveles actuales como los tipos pico en los dos lados del Atlántico, una visión que compartimos desde CaixaBank Research. Con todo, diversos miembros de los principales bancos centrales recalcaron numerosas veces durante el mes que todavía queda camino por recorrer para llegar al objetivo de inflación, enfatizando que su estrategia pasa ahora por mantener la política monetaria en una posición restrictiva por un buen tiempo y, de hecho, formalmente los comunicados de los bancos centrales todavía mantienen la puerta abierta a más aumentos de tipos si así fuera requerido. Pero, a pesar de estos mensajes, en noviembre los mercados endurecieron sus expectativas sobre los recortes de tipos para 2024, animados por el enfriamiento de los indicadores de actividad económica y el descenso de los últimos datos de inflación. En concreto, en el caso de la Fed, a cierre de noviembre las expectativas de los inversores avanzaron su previsión del primer recorte a marzo de 2024 y proyectaban recortes acumulados de –115 p. b. en el conjunto del año (en octubre apuntaban a junio para el primer recorte y bajadas acumuladas de 65 p. b.). Respecto al BCE, los implícitos de mercado anticiparon su primer recorte hasta marzo (antes, abril), con la expectativa de bajadas de 120 p. b. en el acumulado de 2024 (antes, 85 p. b.).

Las rentabilidades de bonos soberanos registran su peor mes en años. Estas expectativas de un pivoteo en la política monetaria más temprano que tarde en el 2024 se tradujeron en un *rally* importante en la deuda soberana. Los tipos soberanos a 10 años acumularon caídas de hasta de más de 60 p. b. en EE. UU. y casi 40 p. b. en Alemania, los mayores movimientos desde el 2011 en el caso americano y desde el 2021 en el alemán, deshaciendo gran parte de las subidas de la segunda mitad del año. Las economías europeas periféricas estrecharon sus primas de riesgo al ver caídas aún más pronunciadas que las del núcleo, con el impulso adicional en Italia tras la confirmación del *rating* sobera-

EE. UU.: sentimiento del mercado

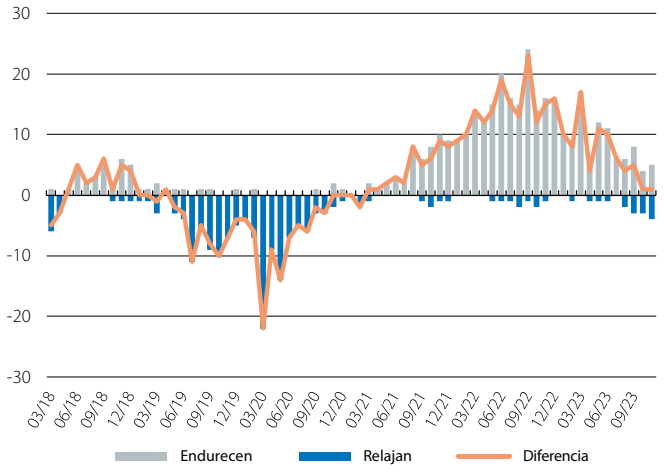
(%)



Nota: *Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (*bull*), neutral o pesimista (*bear*).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Bancos centrales que ajustan tipos

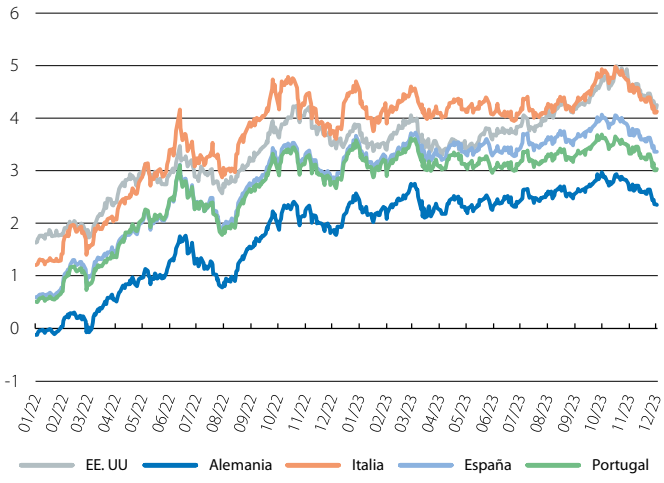
(Número)



Nota: *Muestra de 35 bancos centrales, 11 de economías avanzadas y 24 de emergentes.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años

(%)



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

no por parte de las agencias de calificación crediticia Moody's y Fitch. Las rentabilidades a corto plazo también experimentaron movimientos a la baja, aunque más acotados que las del tramo largo (por ejemplo, alrededor de los 40 p. b. y 20 p. b. en los tipos soberanos a 2 años de EE. UU. y Alemania, respectivamente), con lo que las curvas soberanas mantienen su pendiente invertida.

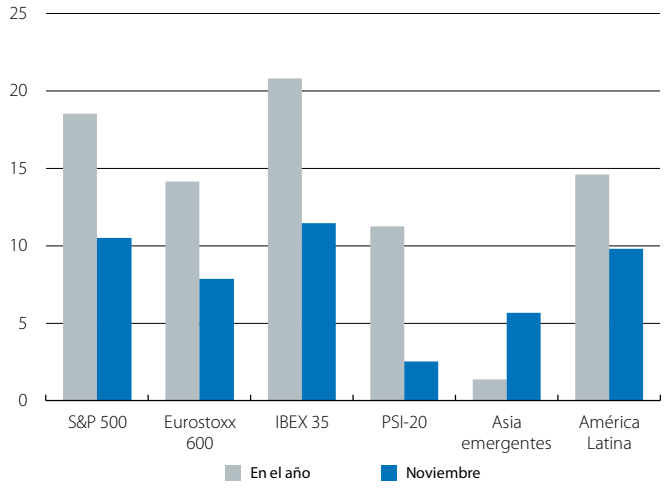
La volatilidad toca mínimos en el mercado de renta variable. El mayor apetito por el riesgo favoreció el descenso de la volatilidad (en el caso del S&P 500 a mínimos de enero de 2020) y la mejora del comportamiento de los índices bursátiles en noviembre. Así, los principales parqués se anotaron el mejor mes en lo que va de año, con subidas de casi el 8% en el Eurostoxx 50 y cercanas al 10% en el S&P 500. En Europa, destacó especialmente el IBEX 35, que, tras sumar cinco semanas al alza (su mejor racha desde finales de marzo), alcanzó su nivel máximo del año. En el caso de los mercados emergentes, los avances también fueron notables, con el MSCI EM en algo más de un 7%, principalmente debido a la revalorización de los índices de América Latina (con Argentina a la cabeza tras la victoria presidencial de Javier Milei). Por el contrario, las bolsas chinas cerraron casi planas, ante la falta de impulso de su economía y las persistentes dificultades del sector inmobiliario.

El dólar pierde atractivo. El protagonista del mes en el mercado de divisas fue el dólar americano, el cual, en medio de un contexto favorable a los activos de riesgo, perdió atractivo como activo refugio. En concreto, el dólar registró su peor mes del año 2023, depreciándose ante sus principales contrapartes y con una caída del 3% del índice DXY. El par euro/dólar llegó a tocar los 1,10 dólares momentáneamente, oscilando la mayoría del tiempo alrededor de los 1,09 dólares. El dólar incluso dio tregua al tan depreciado yen japonés, que en el mismo mes pasó de registrar mínimos de los últimos 30 años a fortalecerse hasta niveles de septiembre de 2023, en un contexto de especulación sobre el fin del control de tipos de la curva soberana del Banco de Japón (véase el Focus «Japón: cambio en el rumbo de la política monetaria» en este mismo informe).

El petróleo se desinfla con los ojos puestos en la OPEP y aliados. En el mercado de las materias primas, la atención estuvo centrada en la reunión de la OPEP y aliados celebrada a final de mes, cuya expectativa mantuvo los precios del Brent en un rango contenido a la espera de nuevos anuncios, de manera que el tono *risk-on* del resto de activos financieros no caló en los precios del crudo. Como se esperaba, los países miembros anunciaron la extensión de recortes de producción a 1 millón de barriles diarios (b/d), con recortes voluntarios adicionales que podrían sumar un total de 2 millones b/d, vigentes entre enero y marzo de 2024. La previa a la reunión, además, estuvo plagada de numerosos rumores sobre desacuerdos entre los miembros africanos y Arabia Saudí, que generaron movimientos de ida y vuelta en los precios del crudo. El barril de Brent osciló claramente por debajo de los 90 dólares, con los que había terminado en octubre, y finalmente cerró noviembre alrededor de los 80 dólares/barril. Los precios también se vieron afectados por el creciente nerviosismo sobre una desaceleración en la demanda global, que empezó a notarse ya en los elevados niveles de inventarios en EE. UU. Por otro lado, la referencia europea de gas natural extendió pérdidas hasta niveles por debajo de los 44 euros/MWh, ante un alto nivel de reservas para la época del año (cerca del 95%) y un otoño menos frío de lo habitual.

Bolsas internacionales

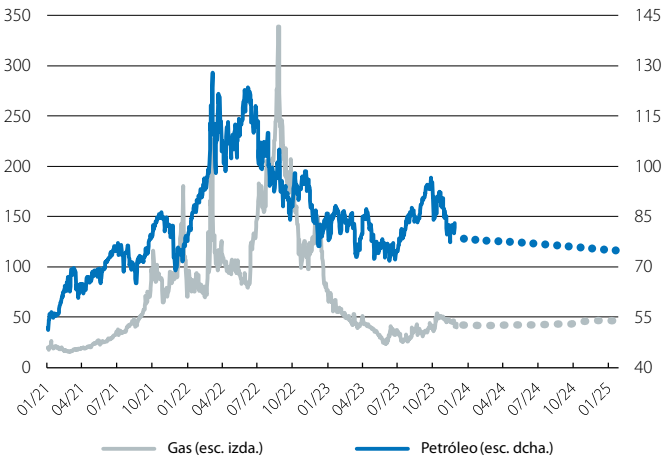
Variación (%)



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

Precios del gas y del petróleo

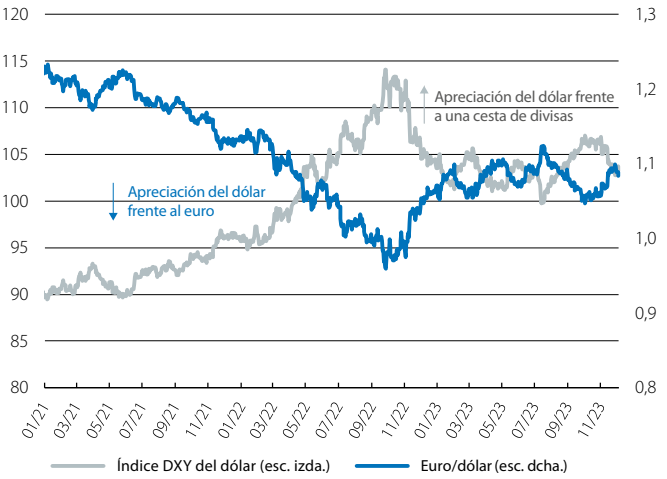
(€/MWh) *($/barril)*



Notas: *Gas natural TTF y petróleo Brent. Los puntos señalan precios de los contratos futuros de gas y petróleo para los meses de enero de 2024 hasta abril de 2025.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

EE. UU.: valoración del dólar

Índice *(Euro/dólar)*



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

El BCE, a revisión

El BCE está revisando el marco operativo con el que implementa los tipos de interés. Veamos los principales interrogantes del proceso.

¿Cómo se implementan los tipos?

El BCE controla directamente tres tipos de interés, el *depo*, el *refi* y el MLF. El *depo* es el tipo al que los bancos pueden depositar su exceso de liquidez en el BCE y fija un suelo sobre los tipos de interés de mercado (ninguna institución con acceso al *depo* querrá prestar a tipos inferiores). En el otro extremo, el MLF es el coste de tomar prestada liquidez del BCE de un día para otro a través de la *marginal lending facility* o facilidad marginal de crédito, y fija un techo sobre los tipos de mercado (nadie con acceso al MLF querrá tomar prestado a tipos superiores).

En medio está el *refi*, el tipo de referencia antes de la crisis financiera global (CFG): dado un tipo *refi*, el BCE estimaba la demanda de liquidez del conjunto del sistema bancario y la suministraba con préstamos (a una semana) concedidos al tipo *refi* (las llamadas operaciones de refinanciación, que se realizaban mediante subasta). Después de que el BCE suministrara una oferta total de liquidez, el mercado interbancario se encargaba de redistribuirla entre las entidades. Como se ve en el primer gráfico, el suelo y el techo fijados por *depo* y MLF aseguraban que, en esa distribución, los tipos de mercado quedaran siempre dentro del corredor, y pre-CFG, el BCE conseguía anclarlos en el medio (al tipo *refi*) gracias a inyectar una oferta total muy ajustada a la demanda.

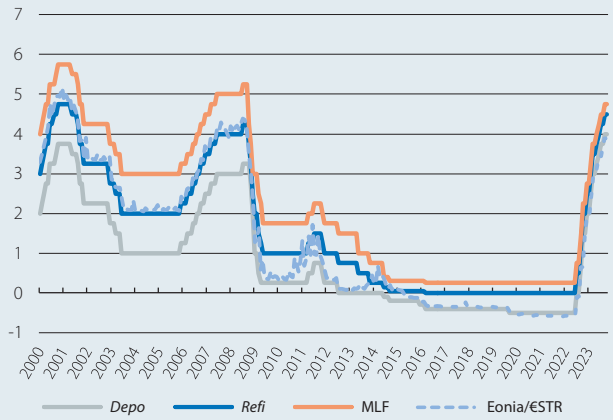
Sin embargo, con la CFG y la congelación del mercado interbancario, el BCE tuvo que adoptar un rol más directo. En 2008, los préstamos al tipo *refi* pasaron a ser de *fixed-rate full allotment* (FRFA): en vez de subastar cantidades fijas, cada entidad podía obtener del BCE tanta liquidez como deseara. Esto, y el fuerte crecimiento de la liquidez del sistema, terminaron anclando los tipos de mercado al *depo*: la opción de depositar la liquidez en el BCE se convirtió en el ancla para el precio del resto de usos alternativos de esa abundante liquidez.

¿Por qué hay tanta liquidez?

La puerta la abrió el sistema FRFA en 2008, pero la liquidez empezó a acumularse más significativamente en 2010-2012, tras el lanzamiento de herramientas para la estabilización financiera (con las compras del *Securities Markets Programme* y las inyecciones VLTRO, entre otras), y se intensificó mucho con los programas de compras de activos iniciados en 2015 (APP) y 2020 (PEPP) y las distintas rondas de TLTRO (préstamos a largo plazo concedidos por el BCE entre 2014 y 2021).

BCE: tipos de interés oficiales y de mercado

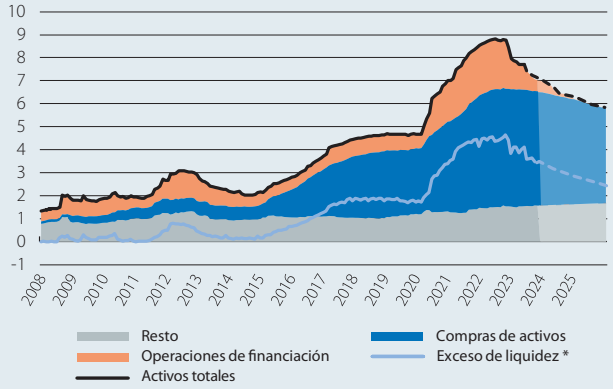
(%)



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

Balance del BCE: activos totales

(Billones de euros)



Nota: ** Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

Con los repagos de las TLTRO que comenzaron en 2022 y la reducción del APP iniciada en 2023, ha empezado una disminución sostenida del balance del banco central y de la liquidez del sistema. Es precisamente por eso que el BCE revisa, ahora, un marco operativo basado en el exceso de liquidez.

¿Qué ventajas tiene implementar los tipos con exceso de liquidez?

El exceso de liquidez y el rol de ancla del tipo *depo* han reducido la volatilidad de los tipos de interés de mercado. Además, frente al sistema pre-CFG, el BCE ya no tiene que estimar con precisión las necesidades de liquidez mínimas del sistema,[1] si bien tampoco puede relajarse: aunque la

1. Un esfuerzo no menor, dado que las necesidades de liquidez son mayores (entre otros, por motivos regulatorios y una mayor percepción del riesgo) y más inciertas.

liquidez sea abundante en el conjunto del sistema, puede haber turbulencias si está distribuida desigualmente, como ejemplificó el *flash crash* del mercado de *fed funds* estadounidense en septiembre de 2019. Por último, la abundancia de liquidez tiene la ventaja de mantener un elevado volumen de activos seguros en el sistema y garantizar, preventivamente, colchones de protección ante episodios de estrés.

¿Hay inconvenientes?

La contrapartida más directa es el elevado tamaño de balance que debe sostener el banco central, con la consiguiente huella en los mercados financieros (influenciando un amplio universo de tipos de interés y con efectos colaterales como la escasez de bonos en mercados secundarios). Además, también conlleva riesgos financieros para la cuenta de pérdidas y ganancias del propio banco central. Asimismo, el exceso de liquidez inyectado por el banco central puede desincentivar el mercado interbancario y distorsionar la información de tipos de interés *benchmark* como el €STR.[2]

¿Hay una opción que equilibre costes y beneficios?

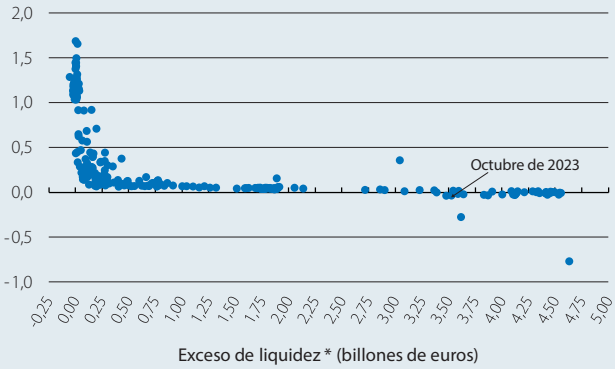
Las declaraciones parecen favorecer un sistema con abundante liquidez y dando continuidad al marco vigente,[3] pero con una implementación algo diferente.[4] Mientras que ahora el exceso de liquidez lo ha inyectado proactivamente el BCE, una alternativa sería ofrecer operaciones de refinanciación abundantes y regulares con las que sea la propia demanda la que determine y satisfaga sus necesidades de liquidez. El Banco de Inglaterra, que ha adoptado el sistema, lanza estas operaciones al mismo tipo de interés que al que remunera las reservas. En cambio, si el BCE siguiera al Riksbank, que utiliza un sistema parecido, podría establecer un corredor estrecho: por ejemplo, con las operaciones de refinanciación al tipo *refi*, y este dentro de un corredor estrecho entre el *depo* y el MLF (el corredor del Riksbank es de ±10 p. b.).

Además de ser más autorregulado (la demanda se autosatisface y se asegura una distribución adecuada de la liquidez),[5] este sistema tiene las ventajas de ser robusto a fluctuaciones en las reservas y permitir al banco central tener una cartera de bonos más pequeña, con una menor huella en los mercados.

2. El €STR, que recoge el tipo de interés de préstamos a un día entre instituciones financieras, cotiza por debajo del *depo* (su teórico límite inferior). El €STR «fuga por debajo del *depo*» porque incluye transacciones entre entidades con acceso a la facilidad de depósitos e instituciones sin acceso: estas transacciones ganarían peso relativo en un mercado interbancario poco dinámico, acentuando las «fugas».
3. Philip Lane, *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, 9 de noviembre de 2023.
4. Isabel Schnabel, *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, 27 de marzo de 2023.
5. Para conseguirlo, es fundamental que las operaciones de refinanciación no generen estigma.

Eurozona: spreads *entre tipos de interés y exceso de liquidez*

Spread *entre el tipo OIS y el* depo *(p. p.)*



Nota: ** Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BCE.*

¿Cuáles son las perspectivas más inmediatas para el BCE?

La revisión operacional del BCE determinará el tamaño y la composición de su balance a largo plazo. En 2024 y 2025, estimamos que todavía mantendrá un balance relativamente elevado y se seguirá operando con liquidez abundante. En concreto, en 2023 el balance del BCE se habrá reducido en 1 billón de euros por las devoluciones de TLTRO (–0,85 billones) y el fin de las reinversiones del APP (–0,2 billones). Estas dinámicas continuarán en 2024 y 2025, intensificadas por el fin de las reinversiones del PEPP, pero, aunque se trasladasen 1-a-1 sobre el exceso de liquidez, a finales de 2025 este todavía quedaría por encima de los 2 billones (véase el segundo gráfico),[6] un nivel holgado en el que el *depo* seguiría siendo el ancla de referencia para los tipos de mercado (véase el tercer gráfico).[7]

6. Esta proyección asume la devolución de todas las TLTRO restantes (unos 500.000 millones de euros hasta diciembre de 2024), la reducción pasiva del APP (cero reinversiones) y la reducción pasiva del PEPP a partir del verano de 2024 (tres meses con reinversiones al 50%, tres meses más al 30% y luego al 0%).
7. La relación histórica está sujeta a la cautela habitual: cambios estructurales en la demanda de reservas podrían hacer que el tipo de mercado se desancle en niveles de exceso de liquidez superiores al pasado.

Tipos de interés (%)

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euríbor 3 meses	3,96	3,97	–1	183,2	199,2
Euríbor 12 meses	3,93	4,05	–13	63,5	108,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,43	3,64	–21	82,8	129,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,82	3,02	–20	5,2	78,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,45	2,81	–36	–12,4	63,3
Deuda pública a 10 años (España)	3,47	3,88	–41	–19,1	65,9
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,14	3,53	–39	–44,9	40,7
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
SOFR 3 meses	5,37	5,38	–1	78,2	91,9
Deuda pública a 1 año	5,12	5,45	–33	43,0	50,2
Deuda pública a 2 años	4,68	5,09	–41	25,4	45,3
Deuda pública a 10 años	4,33	4,93	–60	45,2	82,2

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

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	86	–18	–23,1	–19,9
Itraxx Financiero Sénior	78	98	–20	–21,2	–18,7
Itraxx Financiero Subordinado	142	179	–37	–29,8	–29,6

Tipos de cambio

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,089	1,058	3,0	1,7	3,5
EUR/JPY (yenes por euro)	161,370	160,410	0,6	14,9	13,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,863	0,870	–0,9	–2,6	0,4
USD/JPY (yenes por dólar)	148,200	151,680	–2,3	13,0	9,5

Materias primas

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	529,9	539,5	–1,8	–4,5	–6,4
Brent ($/barril)	82,8	87,4	–5,2	–3,6	–4,7
Oro ($/onza)	2.036,4	1.983,9	2,6	11,6	12,9

Renta variable

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.567,8	4.193,8	8,9	19,0	12,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.382,5	4.061,1	7,9	15,5	10,0
Ibex 35 (España)	10.058,2	9.017,3	11,5	22,2	19,6
PSI 20 (Portugal)	6.474,6	6.257,1	3,5	13,1	9,2
Nikkei 225 (Japón)	33.486,9	30.858,9	8,5	28,3	18,6
MSCI emergentes	987,1	915,2	7,9	3,2	0,9

Expectativas a la baja y cautela en la economía internacional

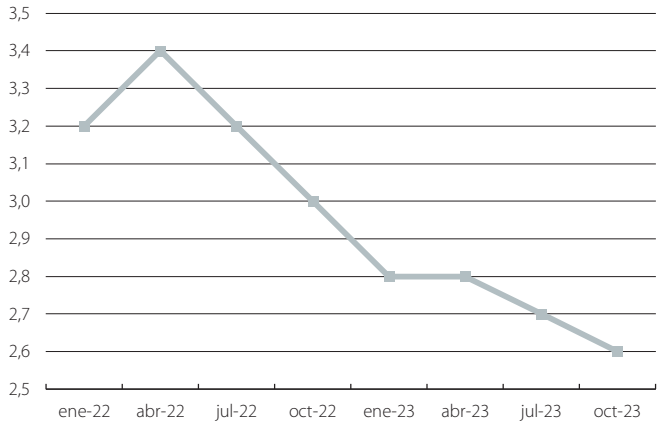
La incertidumbre no da tregua en el cierre de año. La economía mundial encara el fin de 2023 y el inicio de 2024 con un enfriamiento a velocidades desiguales, especialmente intenso en Europa, bastante suave en EE. UU. y con China cumpliendo con los objetivos de crecimiento de las autoridades pero enredada en las dificultades de su sector inmobiliario. En este punto de inflexión, la economía mundial persigue un aterrizaje suave que permitiría reducir la inflación con un coste asumible en términos de crecimiento, pero lo hace en un entorno no exento de riesgos importantes. En el plano geopolítico, a la guerra en Ucrania se le suma el conflicto entre Israel y Hamás, mientras que en el ámbito más estrictamente económico la inflación todavía tiene camino que recorrer para situarse en los objetivos de los bancos centrales y, aunque el endurecimiento de la política monetaria parece haber tocado techo, sus efectos todavía se están filtrando.

EE. UU... o crónica de una desaceleración anunciada que se resiste a llegar. Las subidas de tipos aprobadas por la Fed (525 p. b. desde febrero de 2022) no terminan de visualizarse en los agregados macroeconómicos. De hecho, en el 3T, el PIB todavía crecía un robusto 1,3% intertrimestral (más del doble que en el 1S), gracias al dinamismo del consumo privado (0,9% *vs.* 0,2%) y a costa del ahorro (4,0% de la renta disponible *vs.* 5,1% en el 2T). Sin embargo, en el 4T, distintos *trackers* apuntan a que el PIB frenaría hasta ritmos del 0,5% intertrimestral y, si bien la economía parece estar consiguiendo un aterrizaje suave, no podemos descartar un enfriamiento aún mayor durante la primera mitad de 2024. Los indicadores disponibles apuntan en esta dirección. Así, en octubre, las ventas minoristas y la producción industrial cayeron (–0,1% y –0,6% intermensual, respectivamente), al tiempo que los indicadores de clima industrial y confianza enfrían la posibilidad de un rebote: el ISM se reafirmó en octubre en valores compatibles con caídas en el sector manufacturero (46,7 *vs.* 49,0) y confirmó el agotamiento en servicios (51,8 *vs.* 53,6), con una confianza del consumidor que cayó en noviembre por cuarto mes consecutivo (61,3 *vs.* 63,8) y un PMI compuesto en referencias compatibles con una actividad prácticamente estancada (50,7 en noviembre). Por su parte, la inflación acentuó en octubre su descenso, sobre todo la general (3,2% *vs.* 3,7%), mientras que la corrección en la núcleo sigue siendo más suave (4,0% *vs.* 4,1%). Las evidencias desinflacionistas que se observan también en otros indicadores (precios de producción en el 2,4% interanual, frente al 5,0% de inicio de año; o costes de los fletes por debajo ya de su media pre-COVID) sugieren que es posible alcanzar el objetivo de la Fed del 2,0% en algún momento de la segunda parte de 2024.

La eurozona afronta las expectativas más débiles. La economía cayó en el 3T (–0,1% intertrimestral) y las perspectivas para los siguientes meses no son de mejora. De hecho, la consolidación del indicador de clima empresarial PMI en noviembre por debajo del umbral de 50 por sexto mes consecutivo aumenta la posibilidad de una nueva caída, moderada, del PIB para cerrar el año, riesgo del que también advierte la evolución del índice de sentimiento económico de la Comisión Europea. En el informe de otoño, la Comisión también señala que el aumento del coste de la vida (la

Previsiones de crecimiento para 2024 del PIB mundial

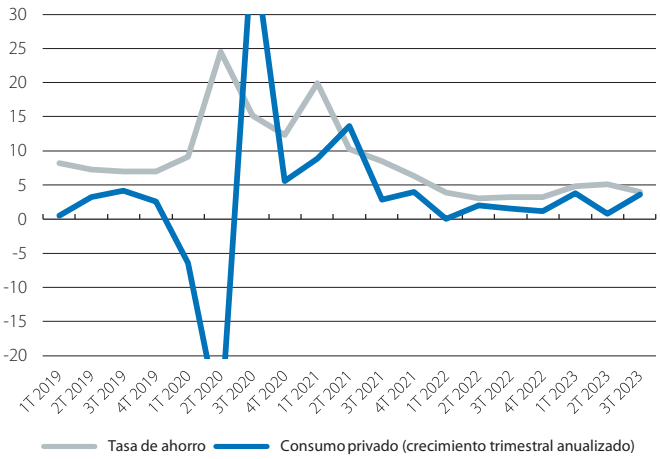
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las previsiones del consenso de analistas publicadas por Reuters.*

EE. UU.: consumo privado y tasa de ahorro de las familias

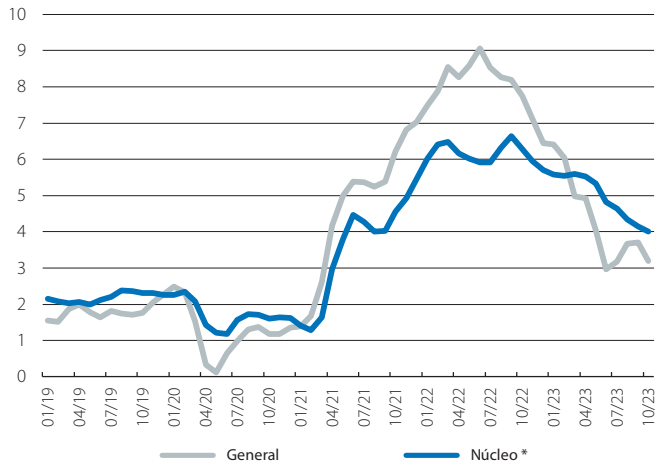
(%)



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

EE. UU.: inflación general y núcleo

Variación interanual (%)



Nota: ** Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BLS.*

inflación ha subido más de un 12% desde enero de 2022), la debilidad de la demanda externa y el tensionamiento de las condiciones monetarias han pasado factura a la actividad, lo que explica el nuevo recorte de sus previsiones de crecimiento para el conjunto de la región, hasta 0,6% en 2023 y 1,2% en 2024. En este contexto de desaceleración económica, la inflación intensificó en noviembre su moderación, tanto la general (2,4% *vs.* 2,9%) como la núcleo (3,6% *vs.* 4,2%). De hecho, la inflación general bajó hasta mínimos de verano de 2021, y la núcleo marcó mínimos desde primavera de 2022, con un desglose por componentes en el que destacó especialmente la moderación de los servicios (–0,6 p. p., hasta 4,0%) y de los bienes industriales no energéticos (2,9%, recogiendo con rezago en los precios finales la normalización de los cuellos de botella globales). Además, la moderación de la inflación fue generalizada entre las grandes economías y los datos desestacionalizados que publica el BCE sitúan el *momentum* en el 3,0% para la general y el 2,0% para la núcleo (el *momentum* es la variación intertrimestral anualizada del IPCA y refleja las tendencias recientes de la inflación mejor que las tasas interanuales).

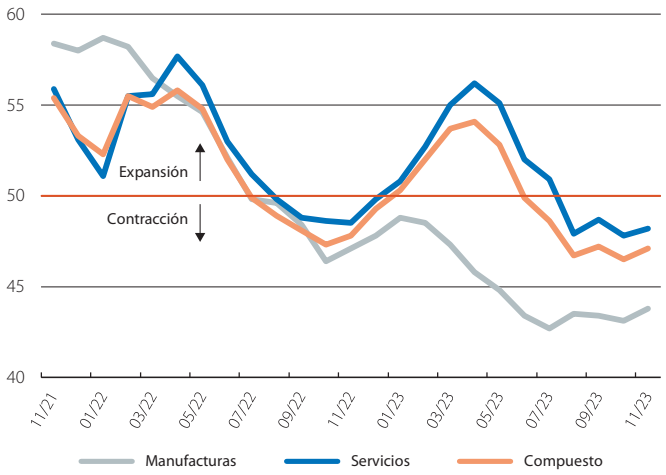
Alemania se enzarza en el rigor fiscal. Las autoridades germanas, conscientes de que su economía es de las que más se ha enfriado, planeaban reasignar a proyectos relacionados con el cambio climático unos 60.000 millones de euros inicialmente dotados para paliar las consecuencias de la pandemia y no gastados. Sin embargo, el Tribunal Constitucional alemán declaró inconstitucional este «trasvase» al tiempo que reactivaría la regla del «freno de deuda» (prohíbe endeudarse al año por encima del 0,35% del PIB). Esta decisión obligó al Gobierno a elaborar un presupuesto complementario de unos 43.000 millones de euros para lo que queda de año 2023 y apelará al Parlamento a mantener la suspensión del «freno de deuda» por cuarto año consecutivo, alegando que en 2023 persiste una «situación de emergencia», retrasando la reintroducción del «freno» a 2024.

Rebaja de impuestos en el Reino Unido para estimular la economía. El PIB se estancó en el 3T (0,0% intertrimestral *vs.* 0,2%), tras una primera mitad del año más dinámica de lo esperado, y el propio Banco de Inglaterra anticipa que la actividad seguirá estancada, prácticamente, hasta finales de 2024. Esta debilidad de la economía llevó al ministro de Hacienda, Jeremy Hunt, a presentar medidas para reactivar el crecimiento (incluyen rebajas de impuestos a particulares y empresas) con un coste estimado de 15.600 millones de libras al año hasta 2029 (en torno al 0,5% del PIB). Se estima que estas medidas tendrán un impacto sobre el crecimiento modesto (menos de 0,3 p. p., en media por año hasta 2029), lo que explica que la propia oficina de presupuestos británica haya recortado su previsión de crecimiento potencial en 0,2 p. p. hasta el 1,6%.

Incremento del crecimiento en el 3T en Eurasia y América Latina, con algunas excepciones. El PIB de Japón cayó más de lo esperado (–0,5% intertrimestral *vs.* 1,1%), arrastrado por la debilidad de su demanda interna, mientras que el PIB de Rusia logró acelerar (1,3% intertrimestral *vs.* 0,8% anterior) gracias a la industria armamentística y a la subida de más de un 30% de los precios del crudo en el periodo. Por otro lado, las economías latinoamericanas registraron un buen 3T: México, 1,1% intertrimestral *vs.* 0,8%; Chile, 0,3% *vs.*–0,3%, y Colombia, 0,2% *vs.*–1,0%. En Asia, la aceleración de la actividad también fue generalizada en el 3T: China 1,3% *vs.* 0,5%; Filipinas 3,3% *vs.* –0,7%; Malasia 2,6% *vs.* 1,5%, o Singapur 1,4% *vs.* 0,1%.

Eurozona: PMI

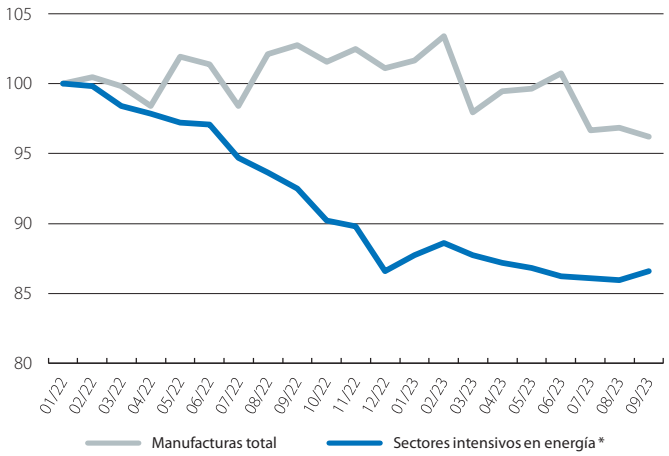
Índice



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

Eurozona: producción industrial

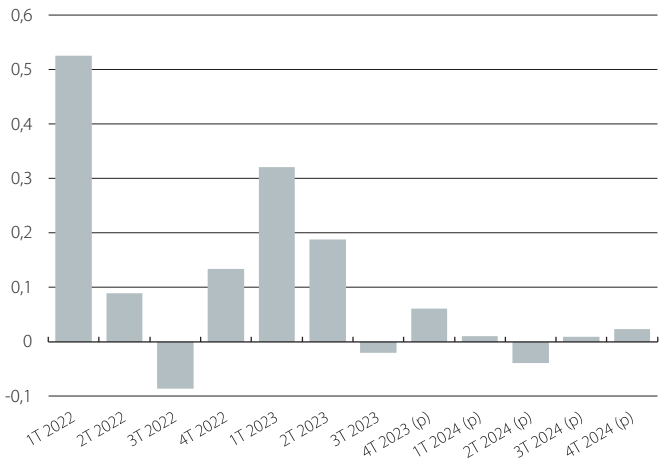
Índice (100 = enero 2022)



Nota: ** Productos químicos, minerales no metálicos, metales básicos y pasta de papel y papel.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Reino Unido: PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: *(p) Previsiones del Banco de Inglaterra (Monetary Policy Report, noviembre de 2023).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos publicados por el Banco de Inglaterra.*

Japón: cambio en el rumbo de la política monetaria

Espoleado por una economía que ha vivido un largo periodo de bajo crecimiento e insuficiente inflación, desde los años 2000 el Banco de Japón (BoJ) ha sido pionero en la implementación de políticas monetarias no convencionales, como los programas de compras de activos (QE, por sus siglas en inglés), los tipos de interés negativos o la política de control de la curva de tipos (YCC, por sus siglas en inglés). El repunte de precios en Japón en los últimos dos años, desencadenado inicialmente por cuellos de botella, el encarecimiento global de energía y alimentos y la devaluación del yen, pero que, más recientemente, parece estar generando dinámicas autosostenidas,[1] ha llevado a un replanteamiento de la política monetaria en el país.

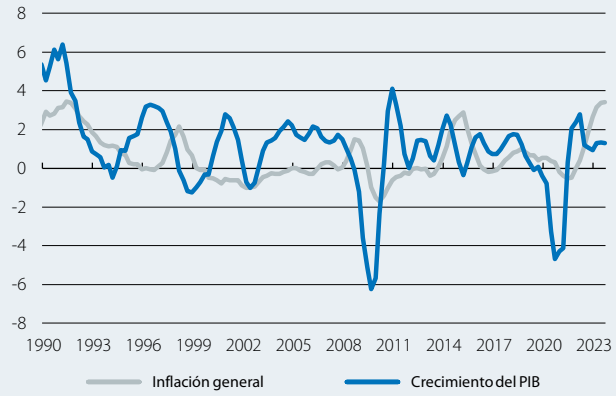
¿Cómo mantener la curva de tipos bajo control sin mantener el control de la curva de tipos?

En los últimos años, un elemento central de la política monetaria del BoJ fue el YCC. Esta herramienta consiste en fijar tipos de interés objetivo para tramos específicos de la curva de tipos soberanos, lo que implica un compromiso implícito en adquirir (o vender) esos activos en la cantidad necesaria para mantener los tipos en el objetivo. En concreto, en 2016, tras bajar su tipo oficial y que este tocara fondo en el –0,1%, el BoJ decidió reforzar su política monetaria con un control de la curva de tipos y fijó un objetivo para el tipo de interés soberano a 10 años en el 0%.[2] Así, mientras el tramo corto de los tipos japoneses se amarraba en el tipo de interés oficial del BoJ, el YCC sirvió para influenciar y anclar los tramos más largos de la curva de tipos.

Desde que el BoJ anunció el YCC, ha conseguido mantener el tipo soberano a 10 años cercano al 0% con aumentos del balance más graduales de lo que lo hacía en el pasado (véase el segundo gráfico). Esto no quita que, en momentos de estrés, como la pandemia, el BoJ tuviera que aumentar su intervención. Con todo, a partir de 2022 –en un momento en el que la inflación empezaba a dejar huella, el diferencial de tipos de interés con EE. UU. iba aumentando y el yen perdía valor (véase el tercer gráfico)–, con las primeras expectativas de que el BoJ pudiera abandonar el

Japón: inflación general y crecimiento del PIB

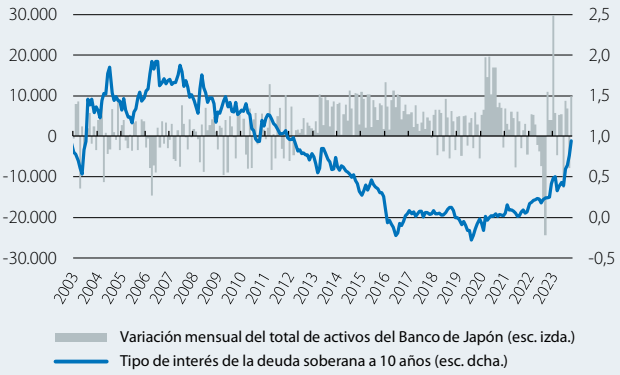
Variación interanual (%)



Nota: *Se muestran las medias móviles de cuatro trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Japón: tipo soberano a 10 años y activos del banco central

(Millones de yenes) *(%)*



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

YCC y los pequeños pasos que la institución ha empezado a dar en esa dirección, los tipos de interés a 10 años se han «desanclado» del 0% y recientemente cotizan cerca del 1%.

En parte, este desanclaje refleja una menor rigidez del BoJ: a pesar de tener un YCC con un objetivo del 0%, en 2018 introdujo una banda de fluctuación de ±0,1 p. p. alrededor del objetivo, en 2021 amplió el intervalo hasta ±0,25 p. p., en diciembre de 2022 lo elevó hasta ±0,5 p. p. y en julio de 2023 puntualizó que, más allá de esa banda, consideraba el 1% como el tope que podía tocar el tipo soberano a 10 años. A finales de octubre, llegó una señal más de que el fin del YCC se avecina: sin tocar los tipos de interés, el BoJ declaró que el límite del 1% se considera una «referencia», sugiriendo mayor tolerancia a que el tipo soberano fluctúe en ese umbral y señalando además la preocupación de que una defensa estricta de ese límite pudiera provocar un deterioro del funcionamiento del

1. La inflación general se situó en el 3,3% en octubre, mientras que la subyacente se situó en el 4,0%. El Banco de Japón espera una inflación subyacente del 3,8% para el año fiscal 2023 y del 1,9% para 2024.
2. Entre otras ventajas, este tipo de herramienta permite una comunicación clara de la política monetaria, ayudando a transmitir una mayor certidumbre a los inversores. Así, el YCC se puede entender como una alternativa más transparente a programas de QE, que no esclarecen «cuán bajos» desea el banco central que sean estos tipos. El YCC puede también ser más eficiente que los programas de QE en la medida que, si los inversores creen al banco central, se consigue el mismo objetivo de tipos con unas menores compras de activos. Véase el Focus «El control de la curva de tipos: ¿una nueva herramienta para la Fed?», en el IM09/2020.

mercado. Este cambio de comunicación viene en la secuencia de otros pequeños pasos.[3]

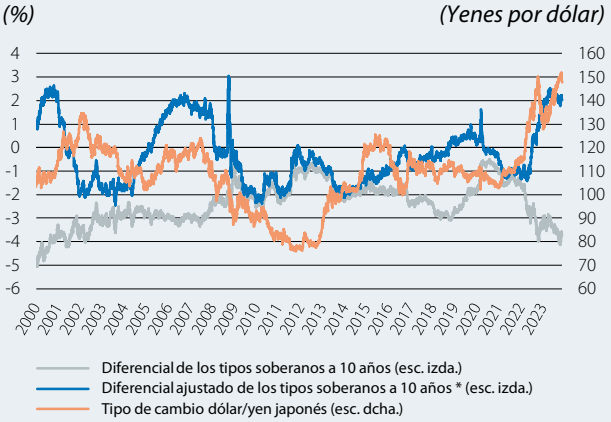
A pesar de que el YCC puede considerarse un éxito hasta la fecha, desde el punto de vista del anclaje de expectativas y de la gestión del balance del banco central,[4] en un momento de cambio de política monetaria en Japón hay incertidumbre sobre el «día después». Por ejemplo, aunque se espera que el abandono del YCC sea prudente y gradual, existe el riesgo de que cuando el banco central deje de asegurar un tipo de interés en el mercado, el precio de los activos sufra volatilidad a medida que los inversores «testeen» el nuevo tipo de equilibrio, con las consiguientes repercusiones sobre grandes tenedores (en particular, instituciones financieras, como fondos de pensiones y aseguradoras), forzando a las autoridades a actuar para respaldar el sistema financiero.

«Estrategia Ueda»: un ojo en la estabilidad financiera... dos en la deflación

De momento, la respuesta de los mercados a estos ajustes en la política monetaria ha sido limitada, logrando mantener la estabilidad del mercado y el control de la curva de tipos. Aun así, la retirada del YCC tiene importantes retos. A nivel interno, el sector de seguros es el más expuesto a subidas de tipos, como segundo mayor tenedor de bonos soberanos (después del BoJ), que representan un 40% del total de sus activos. Por otro lado, los fondos de pensiones podrían verse más afectados por una rápida apreciación del yen, en tanto que una fracción significativa de sus activos están denominados en divisas extranjeras. A nivel externo, el riesgo es que la disminución del diferencial de tipos de interés entre Japón y el resto de grandes economías lleve a una dinámica más intensa de repatriación de capitales. El mismo BCE ha señalado que una retirada más abrupta de inversores japoneses del mercado de bonos de la eurozona podría tener un efecto significativo en precios, amplificando los efectos del endurecimiento cuantitativo del propio BCE.[5]

De cara a 2024, se espera que el fin del YCC lleve a una subida gradual de los tipos de interés. Además, según las expectativas de mercado, en la primera mitad del año el BoJ podría anunciar la primera subida de tipos de interés oficiales, poniendo fin a los tipos negativos.

Japón: tipo de cambio dólar-yen y spreads soberanos



Notas: ** El diferencial ajustado de los tipos soberanos tiene en cuenta el coste de asegurarse frente a fluctuaciones del tipo de cambio al invertir en activos denominados en divisa extranjera (en este caso, frente a fluctuaciones del dólar-yen). Se muestran datos diarios.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Un riesgo que preocupa al BoJ a medio plazo es que Japón caiga de nuevo en un periodo prolongado de deflación. El gobernador Kazuo Ueda repetidas veces ha señalado que su mayor foco está en evitar un regreso de la pesadilla deflacionista, subrayando que para cumplir este objetivo se necesitan subidas salariales sostenidas por encima del 2%; o, en otras palabras, el BoJ desea una espiral de precios-salarios «buena», en el sentido de que le facilite mantener su objetivo de inflación. Cada mes de marzo, las mayores empresas japonesas se reúnen con los sindicatos para negociar subidas salariales para el año fiscal siguiente (que comienza en abril), influenciando también los salarios ofrecidos en empresas más pequeñas, un proceso conocido como shuntō, o la ofensiva salarial de primavera. ¿Sentará el shuntō de 2024 también las bases para una ofensiva de la política monetaria en Japón?

Luís Pinheiro de Matos

3. Para más detalles, véase Kowalewski, P. y Shirai, S. (2023). «History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years». ADBI Working Paper n.º 1.380, Asian Development Bank Institute.
4. En 2023, el BoJ tiene en su balance más del 50% del total de bonos soberanos en circulación, frente a un 30% en 2016.
5. Están en manos de inversores japoneses aproximadamente un 4% de los bonos en circulación de la eurozona, una cifra que llega al 6% en el caso de Francia (3% en España y Alemania), y un 3% de los bonos estadounidenses.

Las cuentas públicas de EE. UU.: situación y perspectivas

El déficit público (Gobierno federal) de EE. UU. para el año fiscal que finalizó el 30 de septiembre de 2023 aumentó de 1,4 a 1,7 billones de dólares o, lo que es lo mismo, del 5,3% al 6,3% del PIB.[1] Estos niveles de déficit son de los más elevados entre las economías avanzadas y, en EE. UU., desde los años 1960 solamente han sido superados durante la Gran Recesión (2009-2012) y la pandemia (2020-2021). Las cifras son llamativas, y en este artículo trataremos de arrojar luz sobre los motivos de este aumento en 2023, el impacto que puede tener para la economía estadounidense y las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública (federal) estadounidense a medio plazo.

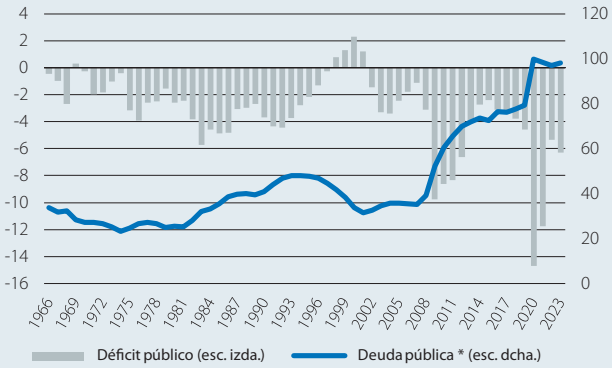
Como se puede ver en la tabla, el aumento del déficit con respecto a los años previos a la pandemia se explica por una menor recaudación fiscal, pero, sobre todo, por un marcado aumento del gasto público. Este aumento es especialmente visible en los epígrafes de Salud y Medicare (+0,6 p. p.) y Pago de intereses (+0,9 p. p.). El incremento de este último epígrafe es normal que se produzca en el actual contexto de elevados tipos de interés, que ha llevado al tipo de interés del *treasury* a 10 años a promediar un 3,9% en 2023, mientras que entre 2015 y 2019 el promedio fue del 2,25%. Por otro lado, el ligero aumento de Otros gastos del 2,6% al 2,9% esconde un efecto contable de la condonación de los préstamos para estudiantes que aumenta la parte que se imputa al ejercicio fiscal de 2022 (de ahí el rebote al 5,1%) y disminuye la que se atribuye a 2023. Si deshiciéramos este efecto contable, veríamos cómo el déficit fiscal con respecto al PIB en 2022 sería 1,5 p. p. inferior (–4,5%) y en 2023 1,2 p. p. superior (–7,5%). Por el lado de los ingresos, la caída entre 2022 y 2023 se explicaría, sobre todo, por una normalización de los ingresos por recaudación de impuestos sobre el capital, que en 2022 fueron inusualmente elevados por la elevada rentabilidad que tuvo la bolsa en el año anterior.

El impacto en el PIB ha sido positivo en 2023 pero en adelante podría dejar de serlo

Este incremento del déficit ha contribuido positivamente al crecimiento del PIB en lo que llevamos de 2023. De hecho, el consumo público en los últimos cuatro trimestres ha crecido a un ritmo promedio del 1,1% intertrimestral, con una contribución de casi un tercio del total del crecimiento del PIB pese a pesar, solamente, un 17%. En adelante, no obstante, se espera que el consumo público deje de ser un viento de cola para el crecimiento del PIB y que, en el mejor de los casos, tenga un impacto neutro. Las últimas proyecciones del Congressional Budget Office (CBO) estiman que el déficit público como porcentaje del PIB se mantendrá por encima del 5,5% en todo el horizonte de proyecciones, disminuyendo solamente 0,1 p. p. en 2024 para volver a aumentar 0,4 p. p. en 2025. Sin embargo, la contribución del déficit al crecimiento del PIB no depende tanto de su nivel como de su variación,[2] por lo que en realidad las proyecciones del CBO implican una contribución al crecimiento del PIB más bien neutra en los próximos años.

EE. UU.: déficit y deuda pública

(% del PIB) *(% del PIB)*



Nota: ** Excluye deuda intergubernamental.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis y el Congressional Budget Office.*

EE. UU.: ingresos y gasto fiscal por origen

(% del PIB)

	Promedio 2015-2019	2022	2023
Impuestos sobre las rentas	8,3	10,5	8,1
Impuestos sobre las empresas	1,4	1,7	1,6
Seguridad Social	5,9	5,9	6,0
Otros ingresos	1,5	1,4	0,8
Total ingresos fiscales	**17,1**	**19,6**	**16,5**
Defensa nacional	3,2	3,1	3,0
Salud y Medicare	5,8	6,7	6,4
Seguridad Social	7,5	8,3	7,9
Pago de intereses (neto)	1,5	1,9	2,4
Otros gastos	2,6	5,1	2,9
Total gastos fiscales	**20,6**	**25,1**	**22,7**
Déficit fiscal	**–3,5**	**–5,5**	**–6,3**

Fuente: *CaixaBank Research, a partir del US Department of the Treasury, Final Monthly Treasury Statement.*

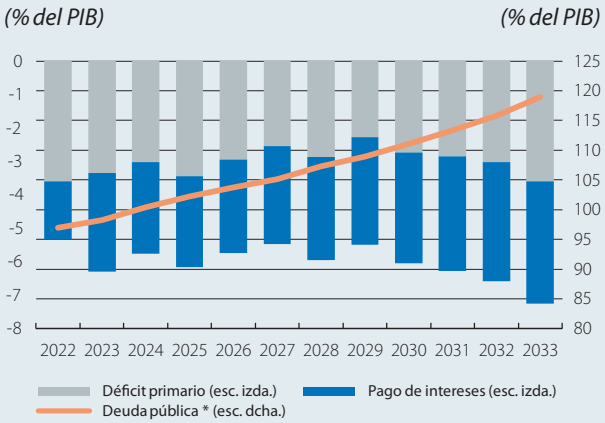
1. Los años fiscales en EE. UU. van de octubre a septiembre (por ejemplo, el año fiscal 2023 va desde octubre de 2022 a septiembre de 2023). A lo largo del artículo nos referiremos al déficit y la deuda federal, sin incluir las cuentas estatales y locales.
2. Por ejemplo, si una economía con un déficit fiscal del 1% del PIB aumentase el déficit en 2 p. p. hasta el 3%, aquel año (t+1), asumiendo un multiplicador fiscal de 1, el crecimiento del PIB sería 2 p. p. superior. El año siguiente (t+2), manteniendo el déficit en el 3%, el nivel de PIB sería el mismo, pero el crecimiento 2 p. p. inferior al del año anterior.

Tal y como se puede ver en el último gráfico, según estas proyecciones del CBO, que se elaboran bajo un escenario que no supone cambios en la política fiscal, la deuda pública de EE. UU. como porcentaje del PIB seguiría una tendencia ascendente, pasando del 98% actual a casi el 120% en 2033. Este aumento reflejaría unos déficits primarios relativamente estables pero elevados (en torno al 3%), mientras que las proyecciones contemplan un crecimiento del PIB nominal (4,2% en promedio entre 2023 y 2033) superior al coste de la deuda (3,1%), lo que ayuda a la sostenibilidad de la deuda pública. En concreto, de los 20 p. p. de aumento de la deuda que proyecta el CBO, la acumulación de déficits explicaría 33 p. p., en tanto que el diferencial entre tipos y crecimiento del PIB (i – g) tendería a reducirla en unos 13 p. p. Sin embargo, en un contexto de elevados tipos de interés y de gradual retirada de la Reserva Federal como tenedor de *treasuries* (por el *quantitative tightening*), la carga financiera de esta deuda se va a hacer más pesada: por ejemplo, mientras que el CBO proyecta que el diferencial (i – g) tiende a reducir la deuda en un promedio anual de 1,7 p. p. en 2023-2027, este factor de apoyo bajaría hasta los 0,6 p. p. en 2033.

Más allá del impacto que puedan tener los elevados tipos de interés, el incremento de la deuda pública sobre el PIB en las previsiones del CBO se explicaría por un aumento sostenido del gasto público que no se ve compensado por un aumento de los ingresos fiscales, que de hecho se mantienen estables en todo el horizonte. Según el propio CBO, este aumento del gasto se debe, sobre todo, al incremento de las partidas relacionadas con la salud y la Seguridad Social, una dinámica que, por el esperado envejecimiento de la población, se espera que continúe más allá de 2033.

A estos vientos de cara, debemos sumarle la compleja situación política que atraviesa EE. UU., con una polarización política que hace más frecuentes los temores a cierres del Gobierno federal, por las dificultades en alcanzar acuerdos para la financiación del Gobierno,[3] y que se choque con el límite de deuda, que en su extremo podría llevar al Departamento del Tesoro a no poder pagar sus obligaciones. En este sentido, y tras las dificultades en las últimas negociaciones en junio para alcanzar un acuerdo bipartidista que suspendiera el techo de deuda, Moody's mantuvo el *rating* de la deuda soberana estadounidense en el rango más alto (Aaa), pero con una rebaja de las perspectivas de «estable» a «negativo». Además de la situación política, la agencia de *rating* también mencionó el entorno de elevados tipos de interés y la ausencia de medidas fiscales para reducir el déficit público como factores que explicaban la rebaja de la perspectiva.

EE. UU.: proyección de déficit y deuda pública del CBO



Nota: ** Excluye deuda intergubernamental.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Congressional Budget Office.*

Por todo ello, pensamos que las cuentas públicas en EE. UU. van a seguir estando en boca de los analistas durante los próximos años y seguirán generando ruido en los mercados financieros cada vez que se acerquen las fechas clave para financiar los presupuestos del Gobierno o evitar superar el techo de deuda. Además, no faltarán las voces que adviertan, con razón, de los peligros de mantener unos déficits primarios elevados que lleven a la deuda pública sobre el PIB a aumentar constantemente.

Ricard Murillo Gili

3. El acuerdo más reciente, alcanzado a última hora el pasado 14 de noviembre, extendía el financiamiento del Gobierno hasta el 19 de enero de 2024 para algunas medidas y hasta el 2 de febrero para otras. Entonces se deberán alcanzar nuevos acuerdos para evitar el cierre del Gobierno (*government shutdown*).

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	09/23	10/23	11/23
Actividad									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	3,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	4,3	3,5	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	104,3	99,1	102,0
Producción industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–0,2	–0,7	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	49,0	46,7	46,7
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.346	1.372	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	307	304	303	302	302	318,3	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,9	3,7
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,2	60,5
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	–2,9	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,2	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,1	4,0	...

JAPÓN

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Actividad									
PIB real	2,6	1,0	0,5	2,5	2,2	1,5	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	35,2	35,7	36,1
Producción industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–3,4	–0,9	...
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	2,6	2,5	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,4	–2,1	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,0	3,3	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,0	...

CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Actividad									
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	10,7	4,2	5,5	7,6	...
Producción industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,6	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	50,2	49,5	49,4
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	899	899	947	944	898	901,6	871,7	868,8
Exportaciones	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–6,2	–7,9	–1,4
Importaciones	30,0	0,7	–6,9	–7,1	–6,8	–8,5	–6,2	3,0	–0,6
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,0	–0,2	–0,5
Tipo de interés de referencia [3]	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	7,2

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	1,0	–2,7	–2,7	–1,9	–1,8	–2,9	–1,1	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,9	2,2	2,0	0,4	–1,2	–4,8	–6,9	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–17,7	–17,8	–16,9
Sentimiento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,4	93,5	93,8
PMI manufacturas	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,4	43,1	44,2
PMI servicios	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	48,7	47,8	48,7
Mercado de trabajo									
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	6,5	6,5	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	7,3	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,6	7,8	...
PIB real *(variación interanual)*	6,1	3,5	1,8	1,3	0,6	0,0	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	3,3	1,9	0,8	–0,2	0,1	–0,4	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	6,8	2,6	0,8	0,9	1,2	0,6	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,1	–	–	–

Precios

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
General	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	4,3	2,9	2,4
Núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,5	4,2	3,6

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	09/23	10/23	11/23
Saldo corriente	3,1	–0,7	–0,7	–0,5	0,3	2,0	2,0	...	...
Alemania	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	8,6	...	...
Francia	0,4	–2,0	–2,0	–1,9	–1,8	–2,0	–2,0	–3,2	...
Italia	2,4	–1,5	–1,5	–1,4	–1,1	–0,1	–0,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**90,9**	**91,9**	**93,3**	**94,6**	**95,9**	**95,5**	**95,0**	**95,2**

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	09/23	10/23	11/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	0,2	–0,3	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,8	0,6	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,8	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	1,4	–3,9	–8,1	–11,3	–11,4	–11,5	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,9	21,4	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	19,9	22,9	...
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	3,3	...

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

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

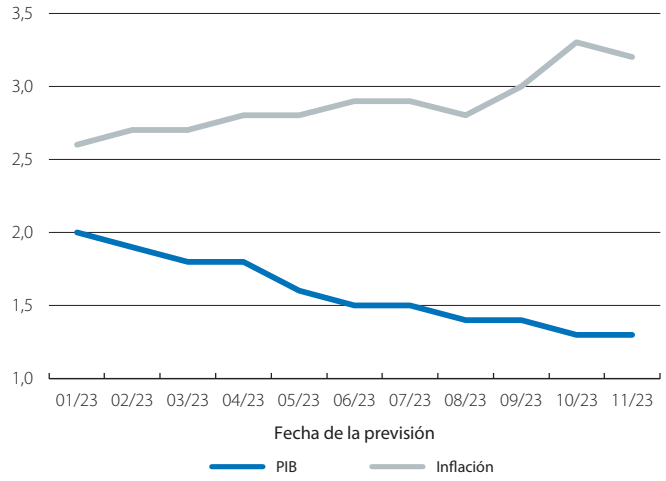
La economía española mantiene un ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior

Despedimos un 2023 mejor del previsto, pero el 2024 se anticipa cargado de retos. El año pasado, a estas mismas alturas del año, las previsiones para nuestra economía no eran precisamente halagüeñas. Aún sumidos en una grave crisis energética, el consenso de analistas a diciembre de 2022 presagiaba un crecimiento del PIB en el entorno del 0,8% para el conjunto de 2023, considerando incluso algún trimestre en negativo en los primeros compases del año. Afortunadamente, estos pronósticos no se cumplieron y todo apunta a que el año cerrará con un muy respetable crecimiento del 2,4%, gracias, en gran parte, a que la crisis energética se disipó con más rapidez de la que se esperaba y al fuerte impulso del sector exterior. Con todo, el fuerte aumento acumulado de tipos de interés que se ha producido desde julio de 2022, de 450 p. b., hace prever que la economía empiece el 2024 arrastrando los pies. La rapidez e intensidad con la que el BCE ha tenido que subir los tipos ha ido teniendo su reflejo en las revisiones de las previsiones de los analistas para 2024. Así, si a principios de 2023 el consenso de analistas preveía un crecimiento del PIB para 2024 cercano al 2%, a noviembre de 2023 lo sitúa en el 1,3%, una cifra muy cercana a la de CaixaBank Research, del 1,4%. Sin embargo, aunque el impacto de la subida de tipos de interés será importante, la economía seguirá disponiendo de elementos de apoyo que le permitirán continuar creciendo, aunque a un ritmo menor. Destacan, en particular, la fortaleza del mercado laboral, que cimienta la confianza y la evolución de los ingresos de los hogares, y el apoyo de los fondos europeos.

Los principales indicadores de actividad disponibles muestran un comportamiento estable respecto al trimestre anterior. Así, el índice PMI para el sector servicios registró un promedio de 51,1 puntos entre octubre y noviembre, una cifra muy similar a la del 3T, de 50,9 puntos, y ligeramente por encima del umbral que marca crecimiento. En contraposición, el indicador homólogo para el sector manufacturero se debilitó ligeramente y registró un promedio de 45,7 puntos en lo que llevamos de trimestre, por debajo de los 47,3 puntos del trimestre anterior. Por su parte, la producción industrial, hasta octubre, crece un 0,1% con respecto al promedio del trimestre anterior (–0,6% intertrimestral en el 3T) y las ventas minoristas, también hasta octubre, se mantienen planas en términos intertrimestrales. Dentro del conjunto de indicadores de consumo, el segmento de duraderos parece que va mejor, con un aumento de las matriculaciones de vehículos del 6,5% intertrimestral con datos hasta noviembre, frente al aumento del 4,8% del trimestre anterior. Asimismo, el indicador de consumo de CaixaBank Research, basado en datos de tarjetas, muestra un repunte del gasto en noviembre tras el bache de octubre. Así, en noviembre el gasto creció un 7,0% interanual, por encima del promedio de crecimiento del 3T, del 5,5%. Finalmente, tal y como veremos a continuación, el mercado laboral sigue generando empleo, aunque a una tasa ligeramente inferior, del 0,1% intertrimestral con datos hasta noviembre, frente al 0,2% que se registró en el 3T. Así, con sus matices, el cuadro de indicado-

España: previsiones del consenso de analistas para 2024

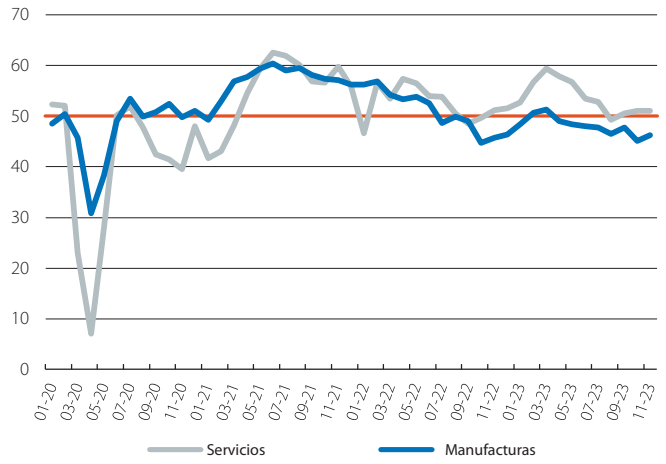
Variación anual (%)



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

España: PMI

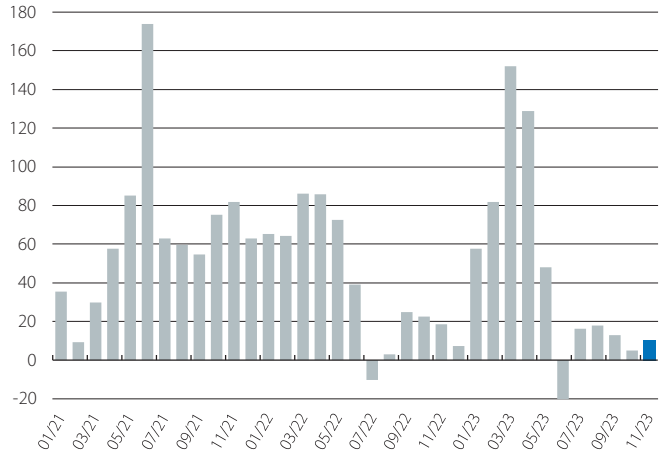
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social

*Variación intermensual (miles) **



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

res muestra un comportamiento similar al del trimestre anterior, por lo que es razonable esperar un crecimiento del PIB similar también (el PIB creció un 0,3% intertrimestral en el 3T).

El mercado laboral mantiene un buen comportamiento a pesar de la desaceleración de la actividad. Si bien los afiliados cayeron en noviembre (–11.583 personas), como es habitual ante el inicio de la temporada baja en el sector turístico, en términos desestacionalizados se sigue creando empleo (+10.348), y la cifra de parados sigue reduciéndose (–24.573 personas). De este modo, la cifra total de afiliados, sin desestacionalizar, alcanza los 20.806.074 trabajadores, 522.443 más que hace un año, y la tasa interanual se estabiliza en el 2,6%.

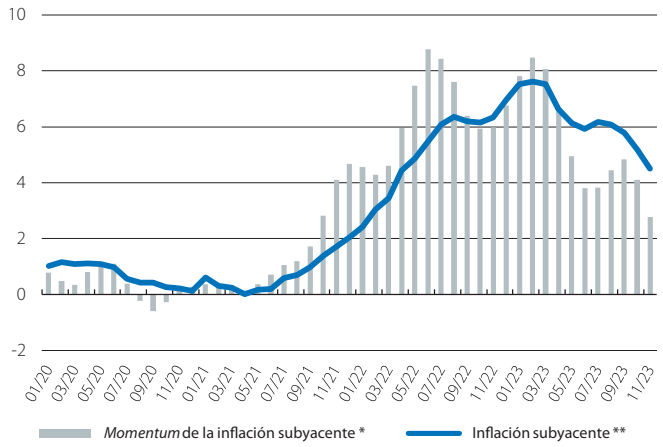
La inflación sigue dando señales de moderación. Tras el repunte de la inflación durante el 3T, en parte impulsada por el fuerte aumento del precio de petróleo producido entre julio y septiembre, tanto en octubre como en noviembre hemos visto señales de moderación. Así, en octubre la inflación frenó su tendencia al alza y se estabilizó en el 3,5% y en noviembre disminuyó en 0,3 p. p. hasta emplazarse en el 3,2%. Si bien estos datos se deben, en parte, a que los precios del petróleo se han moderado (el precio del Brent cotiza en torno a los 82 dólares/barril (d/b) frente a los 95 d/b de finales de septiembre), no todo se puede achacar a este canal. Así, la inflación subyacente, que excluye el componente energético y los alimentos no procesados, también ha mostrado una marcada tendencia de moderación, y en noviembre se situó en el 4,5%, tras registrar un 5,2% en octubre y un 5,8% en septiembre. Asimismo, analizando el *momentum* de la inflación subyacente, una medida que refleja de mejor manera las presiones recientes en los precios, vemos que en noviembre se situó en el 2,8%, lo cual apuntaría a una senda descendente de la tasa interanual de la subyacente en los próximos meses.

La balanza por cuenta corriente prosigue su mejora en septiembre. La cuenta corriente, en términos acumulados de 12 meses, arrojó un superávit del 2,65% del PIB en septiembre, lo que supone el mayor superávit desde marzo de 2018. En la comparativa interanual, la mejora del saldo, en porcentaje de PIB, alcanza los 2,26 puntos gracias a la mejora del saldo comercial de bienes y servicios, de 3,18 p. p., que más que compensa el deterioro de 0,91 p. p. del saldo de rentas, esta última afectada por el aumento de los tipos de interés. Dentro del saldo comercial, las mejoras han sido generalizadas, aunque destaca la corrección del déficit energético, que ha disminuido en 1,08 p. p. debido a la fuerte caída de los precios de la energía y explica cerca de un 35% de la mejora del saldo comercial.

El precio de la vivienda quiebra la senda de desaceleración en el 3T 2023. Tanto el valor de tasación como el precio de transacción de la vivienda libre siguieron anotando crecimientos positivos en el 3T 2023 y aceleraron el paso respecto al trimestre precedente (1,1% intertrimestral *vs.* 0,3% del 2T el valor de tasación y 2,5% intertrimestral *vs.* 2,1% del 2T el precio de transacción). De esta forma, las tasas interanuales se aceleran hasta el 4,2% desde el 3,0% del 2T, en el caso del valor de tasación, y al 4,5% desde el 3,6%, según precio de transacción. Esta resiliencia del precio de la vivienda reflejaría que, pese a la pérdida de empuje de la demanda, con una caída de las transacciones en lo que va de año del 8,5%, persiste una insuficiencia de oferta, afectada por el bajo nivel de visados para obra nueva.

España: inflación subyacente y su momentum

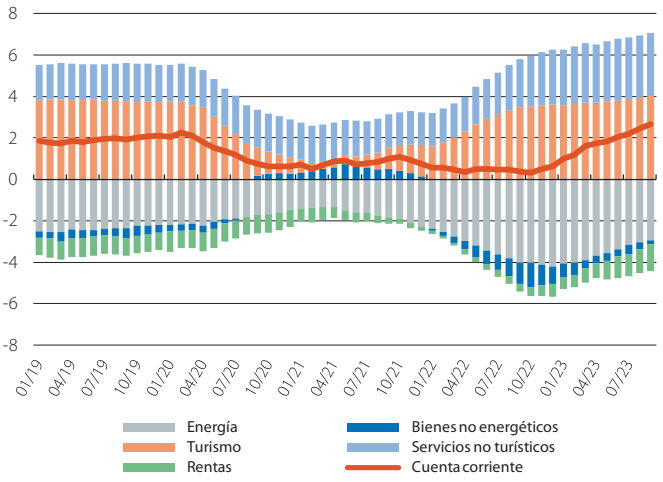
(%)



Notas: ** El momentum de la inflación subyacente es la variación móvil de los últimos tres meses sobre los tres meses anteriores. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: saldo de la cuenta corriente

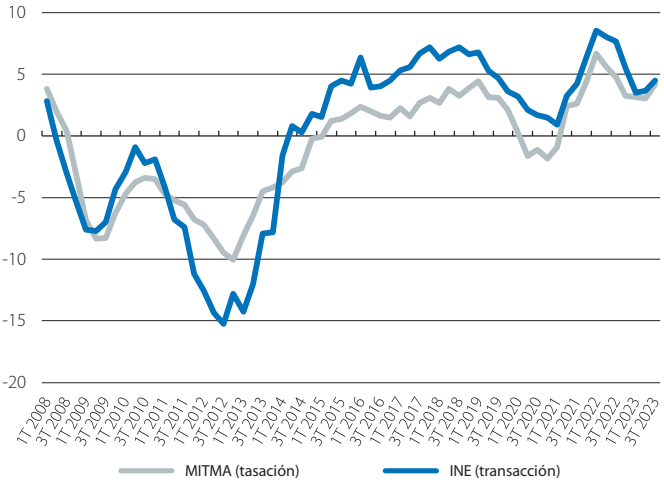
Acumulado de 12 meses (% del PIB)



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

España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

La intensidad exportadora de los sectores en España

¿Cuál es el estado del sector exterior en España y cuál ha sido su evolución reciente? En este Focus, analizamos los cambios en la intensidad exportadora de los distintos sectores de la economía española dedicados a bienes y servicios no turísticos.[1]

Entre 2016 y 2021,[2] el periodo para el que existe información detallada, las ventas al exterior de empresas españolas aumentaron un 20%, con notables crecimientos tanto de exportaciones de bienes (21%) como de servicios no turísticos (19%). El incremento ha sido generalizado, ya que un 78% de los sectores analizados experimentó un aumento de las ventas al exterior durante el periodo. Este aumento se corresponde con una ampliación de la base exportadora, tanto geográfica, con un aumento de las ventas a mercados extracomunitarios de un 36% frente al 10% en mercados de la UE durante el mismo periodo, como sectorial, con un avance de la internacionalización de actividades que antes apenas realizaban operaciones en el exterior.

¿Qué sectores venden más al exterior?

Pese a la mejora generalizada de las ventas al exterior en la mayoría de los sectores, las exportaciones españolas presentan un alto nivel de concentración con seis sectores (industrias de la alimentación, metalúrgicas, químicas, fabricación de vehículos a motor, almacenamiento y transporte y comercio al por mayor), responsables del 60% de toda la facturación exterior de las empresas españolas.

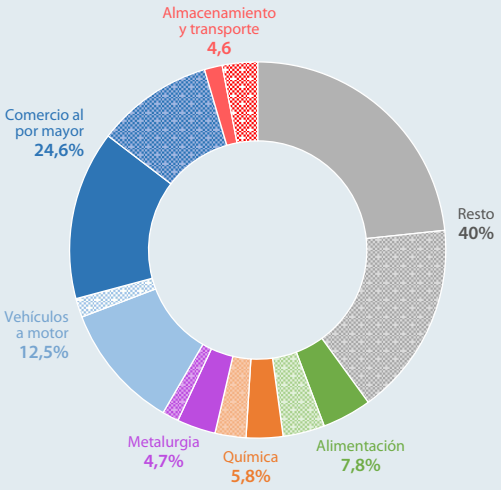
Si nos fijamos en la evolución entre 2016 y 2021, destaca el aumento del peso en las exportaciones españolas del sector de almacenamiento y transporte (+1,6 p. p.), mientras que la industria de la automoción ha reducido su peso (–3 p. p.).

Intensidad exportadora: hacia un análisis más granular

Si bien reveladores, los datos presentados anteriormente no exponen la relevancia de los mercados exteriores para muchos sectores. Dado que la cifra de negocios al exterior dependerá del tamaño total del sector, sectores muy exportadores pero cuyos volúmenes de negocio son bajos no están representados. Para profundizar en el análisis, usamos una medida conocida como intensidad exportadora, es decir, la ratio entre la cifra de negocio en el exterior y la cifra de negocio total de cada sector.[3] De esta forma, podemos cuantificar la participación que cada sector tiene en el comercio exterior sin distorsiones causadas por el volumen total de negocio. Usando esta medida, la intensidad exportadora del conjunto de sectores ha disminuido en 3 p. p. durante el periodo 2016-2021. Pero esta reducción se ha debido principalmente a la caída de la intensidad exportadora de la industria manufacturera y extractiva, que tiene un elevado peso en las exportaciones, mientras que sectores más pequeños han aumentado considerablemente, como los de fabricación de bebidas (+9 p. p.), actividades cinematográficas (+4 p. p.) y almacenamiento y transporte (+13 p. p.), en el que sus exportaciones ya suponen un tercio de su total de ventas.

1. Se excluyen, por ejemplo, servicios turísticos como la hostelería.
2. Datos de la Estadística Estructural de Empresas de Comercio, Servicios e Industria en el INE.
3. Definimos intensidad exportadora $Int = \frac{Cifra\ Negocio_{exterior}}{Cifra\ Negocio_{total}}$

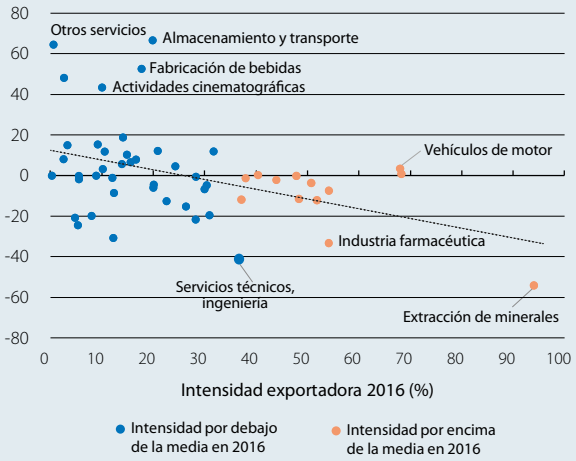
España: estructura de las exportaciones por sectores y destinos



Nota: *Áreas coloreadas sin puntos denotan porcentaje de las ventas exteriores dirigidas a la UE y áreas con puntos denotan porcentaje fuera de la UE.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: cambios en la intensidad exportadora

Variación 2016-2021 (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de la Estadística Estructural de Empresas de Comercio, Servicios e Industria del INE.*

De esta forma se ha producido una convergencia entre sectores, y las diferencias de intensidad exportadora entre sectores se encuentran en mínimos. Aquellos sectores con menor intensidad exportadora[4] al inicio del periodo muestran un mayor crecimiento (+1 p. p.) durante el periodo que aquellas que empiezan con mayor intensidad (–5 p. p.). El sector exterior es ahora un mercado más esencial para más sectores de actividad y refleja la ampliación de la base exportadora de la economía española.

Durante el periodo analizado, la intensidad exportadora creció más en las actividades de servicios no turísticos (+1 p. p.) que en los sectores de manufacturas y comercio de bienes, los cuales experimentaron, en promedio, una reducción de la intensidad exportadora (–3 p. p.), que consolida a los servicios no turísticos como un importante motor del comercio exterior español.

Rasgos de los sectores con elevada intensidad exportadora

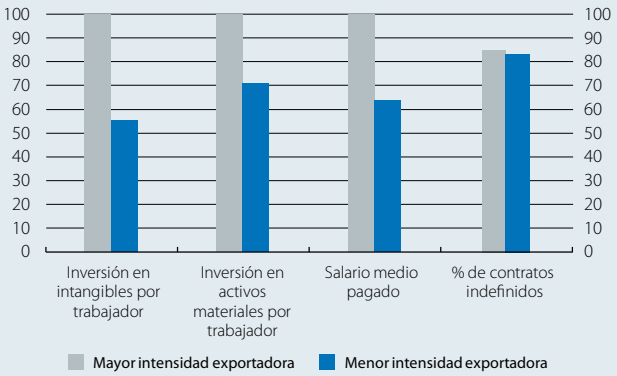
Las características empresariales observadas en sectores cuya intensidad exportadora se encuentra por encima de la media son marcadamente distintas que las observadas en sectores con menor intensidad.

En concreto, las empresas en sectores con mayor intensidad exportadora invierten más, tanto en activos materiales como en activos intangibles, y contribuyen en el segundo caso a una mayor formación de capital humano. Crean mayor empleo de calidad, puesto que tienen a una mayor parte de la plantilla empleada a tiempo indefinido (aunque la diferencia es pequeña) e incurren en mayores gastos en salarios y cotizaciones por empleado. Adicionalmente, los sectores con mayor intensidad exportadora tienen en promedio un número mucho mayor de grandes empresas (3%) que aquellos sectores con menor intensidad exportadora (0,3%).

Erik Solé

España: características empresariales según la intensidad exportadora

(100 = datos para empresas con mayor intensidad exportadora) *(p. p. para contratos indefinidos)*



Nota: *Sectores con mayor intensidad exportadora denotan aquellos sectores de la economía española cuya intensidad exportadora se encuentra por encima de la media de todos los sectores considerados en el año 2021.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del MISSM.*

4. De la muestra de 51 sectores, aquellos 25 con menor intensidad exportadora.

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	09/23	10/23	11/23
Industria									
Índice de producción industrial	8,8	2,8	0,8	1,3	–1,8	–2,2	–1,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	0,6	–0,8	–5,3	–4,4	–5,3	–8,3	–8,7	–8,6	–9,7
PMI de manufacturas (*valor*)	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	47,7	45,1	46,3
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	4,7	15,4	2,6	–1,8	1,7	4,2	3,6	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	–3,0	–5,7	...	...
Precio de la vivienda	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	21,8	19,7	...
PMI de servicios (*valor*)	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	50,5	51,1	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,1	0,9	2,0	6,7	6,1	6,9	6,3	5,0	...
Matriculaciones de automóviles	158,0	–3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	2,3	18,1	7,0
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–12,9	–26,5	–27,9	–22,7	–19,2	–15,8	–20,3	–19,8	–19,6
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	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 [2]	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
PIB	**6,4**	**5,8**	**3,8**	**4,1**	**2,0**	**1,8**	**–**	**–**	**–**

Precios

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
General	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	3,5	3,5	3,2
Subyacente	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	5,8	5,2	4,5

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	09/23	10/23	11/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	4,5	4,5	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	–1,2	–1,2	...	...
Saldo corriente	**9,3**	**8,2**	**8,2**	**22,1**	**28,8**	**37,4**	**37,4**	**...**	**...**
Bienes y servicios	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	55,5	55,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	–2,5	–8,1	–8,1	–9,5	–14,5	–18,1	–18,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**20,1**	**20,7**	**20,7**	**36,3**	**42,7**	**50,8**	**50,8**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	–0,3	0,1	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	5,0	0,3	–4,0	–6,9	–6,8	–7,7	...
A plazo y preaviso	–24,4	–19,7	–7,3	7,7	40,1	69,5	74,2	79,5	...
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	–3,2	7,4	6,8	11,3	14,6	14,2	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,5**	**1,1**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,5	–0,9	–2,2	–3,4	–3,5	–3,9	...
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,9	–1,0	–2,7	–4,6	–4,8	–5,6	...
Hogares - viviendas	0,2	1,0	0,2	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,3	...
Hogares - otras finalidades	–1,2	–0,6	–0,1	–0,1	–0,4	0,0	–0,4	–1,0	...
Administraciones públicas	15,3	0,2	–1,1	–0,2	–3,3	–4,6	–4,1	–5,9	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,5**	**–4,0**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**4,3**	**3,5**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**...**	**...**

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 caída de la demanda externa lastra el crecimiento en Portugal

El INE confirma una contracción del PIB del 0,2% en el 3T y una desaceleración del crecimiento interanual hasta el 1,9%. La caída del PIB se debió a una contribución negativa al crecimiento intertrimestral (–1,3 p. p.) de la demanda externa, fruto del retroceso de las exportaciones (–2,3%), tanto de bienes (–1,4%) como de servicios (–3,9%). En el primer caso se trata de un dato puntual, motivado por la paralización de la producción de dos semanas en Autoeuropa. Por su parte, la demanda interna mejoró su aportación al PIB hasta 1,0 p. p. (0,4 p. p. proceden del aumento de existencias), gracias al crecimiento de la formación bruta de capital fijo (0,6%) y del consumo, tanto privado (0,5%) como público (0,9%).

La inflación, en fuerte retroceso. Los últimos datos son muy positivos: la estimación preliminar de noviembre apunta a una inflación general del 1,6%; hay que remontarse a octubre de 2021 para encontrar una tasa inferior al 2%. Aunque el dato de noviembre se explica, en parte, por el efecto base en los precios de los alimentos, el descenso de la inflación se extiende a toda la cesta (los componentes subyacentes cayeron un 0,2% mensual). Si bien esperábamos tasas de inflación negativas en energía, los precios del Brent han caído más de lo esperado, incluso después de la perturbación desencadenada por el conflicto en Oriente Próximo. En consecuencia, esperamos que la inflación promedio en 2023 mejore nuestra previsión actual (4,6%).

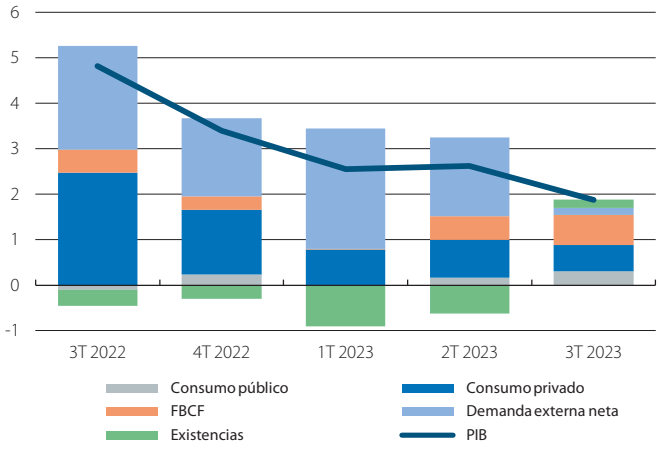
El mercado laboral pierde impulso en el tramo final de año. La creación de empleo se moderó en octubre hasta una tasa interanual del 1,1% y con una caída intertrimestral del 0,2%. Por su parte, la tasa de paro aumentó 0,1 p. p., hasta el 6,7%, si bien se mantiene en niveles históricamente bajos y en consonancia con la media de 2019. El número de despidos superó los 10.400 en octubre, la cifra más alta desde mayo de 2022 y por encima del promedio en octubre en los cinco años prepandemia (879 personas).

La balanza corriente continúa recuperándose. En los nueve primeros meses del año acumuló un superávit de 3.943 millones de euros, una mejora de 6.890 millones respecto al año anterior, gracias al menor déficit de la balanza energética (vía reducciones de precios) y el mayor superávit de servicios, tanto turísticos como del resto. Como porcentaje del PIB, estimamos que, en este periodo, la cuenta corriente registrará un superávit del 2,0%.

Señales mixtas del sector turístico en el 3T. En los primeros nueve meses de 2023, los ingresos totales de los alojamientos turísticos superaron los 4.800 millones de euros, máximo registrado en dicho periodo, y, en el mes de agosto, las pernoctaciones batieron un nuevo récord, con más de 10 millones. Sin embargo, el turismo residente anota un comportamiento más débil: con un estancamiento de los turistas en el 3T y un descenso de las pernoctaciones de los turistas residentes del 4% interanual. Para el conjunto de 2023, esperamos que los principales indicadores turísticos superen los registros del año prepandemia; para 2024, prevemos un crecimiento más modesto, en línea con la desaceleración de la actividad económica de los principales mercados emisores.

Portugal: contribución al crecimiento interanual del PIB por componentes

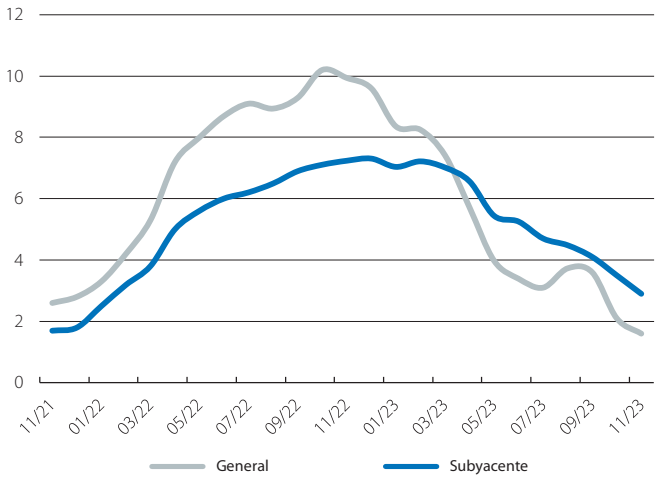
Variación interanual (%) y p. p.



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

Portugal: IPC

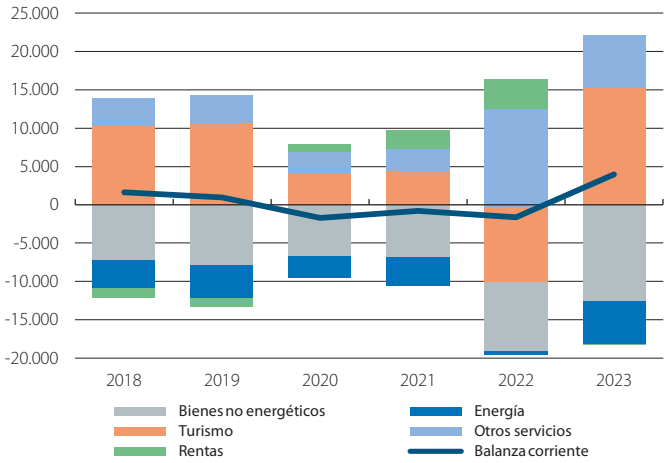
Variación interanual (%)



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

Portugal: balanza corriente

(Millones de euros)



Nota: *Datos de 2023 hasta el mes de septiembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Desentrañando el comportamiento de la productividad de la economía portuguesa

Portugal sigue destacando negativamente entre sus homólogos europeos en términos de productividad. En 2019 ocupó la novena posición por la cola entre el conjunto de los países de la UE, con un *output* generado por trabajador equivalente a 26.500 euros,[1] muy por debajo de España (43.400 euros) o Estonia (que en 2010 estaba un 18% por debajo de Portugal y en 2019 un 23% por encima, con 32.700 euros por trabajador). Si bien la productividad portuguesa ha aumentado un 10% en los últimos 10 años, lo que implica un crecimiento medio anual de alrededor del 1%, se trata del cuarto peor desempeño de toda la UE.

La productividad total de la economía puede mejorar por dos vías: aumentando la productividad en los distintos sectores de actividad económica o mediante movimientos de empleo desde sectores menos productivos hacia otros con mayor nivel de productividad. En este Focus, analizamos cuál ha sido la base de la mejora de la productividad entre 2010 y 2019 en Portugal.

La mejora de la productividad individual en los distintos sectores económicos ha sido el principal factor...

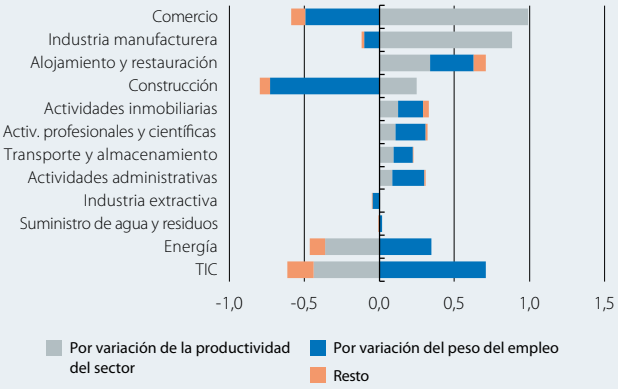
En Portugal, la mejora de la productividad total de la economía entre 2010 y 2019 se produjo tanto por el cambio en la estructura del empleo por sectores como, sobre todo, por la mejora de la productividad en prácticamente todos los sectores económicos.

En el primer gráfico puede apreciarse que el comercio fue el sector con una mayor contribución al aumento de la productividad total en el periodo analizado, con un aumento del valor añadido bruto (VAB) de más del 18% y una caída del empleo del 0,5%. El comercio fue seguido de cerca por la industria manufacturera, con aumentos del VAB y del empleo de alrededor del 25% y el 8%, respectivamente. Además, el alojamiento y restauración y la construcción, por ese orden, contribuyeron positivamente a mejorar la productividad, aunque en menor medida que los dos sectores anteriores.

Por otro lado, hubo dos sectores con contribuciones negativas a la productividad de Portugal: las TIC y el suministro de energía. En el primer caso, tanto el VAB como el empleo

Portugal: contribución de cada factor y sector al aumento de la productividad total entre 2010 y 2019

(p. p.)



Notas: *El aumento de la productividad entre 2010 y 2019 fue del 10,3%. Este gráfico muestra la contribución de cada factor y sector de actividad a esta variación.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

aumentaron significativamente, pero el aumento del empleo fue claramente mayor, casi un 54%; en el caso de la energía, el empleo aumentó de forma relevante, pero el VAB disminuyó ligeramente. Sin embargo, y pese a esta caída de la productividad, superior al 20% en ambos casos, estos dos sectores siguen siendo los más productivos de la economía portuguesa.

También es importante resaltar que, además de estos dos sectores, los sectores de abastecimiento y residuos de agua, transporte y almacenamiento, actividades inmobiliarias y manufacturas tuvieron un nivel de productividad que superó la productividad nacional total. Además, en 2019 más del 95% de la población ocupada formaba parte de sectores donde el nivel de productividad había aumentado.

... aunque el cambio en la composición sectorial del empleo también ha jugado a favor

La contribución del cambio en la composición sectorial del empleo al aumento de la productividad ha sido menor que el efecto mencionado anteriormente, pero también ha resultado positiva, a diferencia de lo ocurrido, por ejemplo, en España.[2] Si la estructura del empleo observada en 2010 se hubiera mantenido sin cambios en 2019, la

1. El análisis realizado en este Focus se centra únicamente en los sectores que componen la economía de mercado considerados por Eurostat y excluidas las actividades financieras y de seguros, lo que implica que también quedan excluidas las Administraciones públicas y la agricultura y pesca. La elección de este periodo surge de la información disponible en las estadísticas estructurales de empresas de Eurostat, únicamente hasta 2020, año que excluimos de nuestro análisis debido a las distorsiones provocadas por la pandemia.

2. El cambio en la composición sectorial del empleo en España tuvo una contribución negativa, de –1,2 p.p., a la evolución de la productividad total en el país; es decir, la productividad en 2019 habría sido un 1,2% mayor si la estructura del empleo de 2010 se hubiera mantenido. Para más información, véase el Focus «La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española» en el IM11/2023.

productividad nacional total sería un 1,5% inferior a la que se ha alcanzado.

Esta situación se explica principalmente por el aumento del empleo en las TIC,[3] el segundo sector con mayor nivel de productividad por trabajador (105% por encima de la productividad nacional). Aunque en menor medida, los aumentos del empleo en energía y alojamiento y restauración también contribuyeron positivamente al aumento de la productividad. Por otro lado, los sectores de la construcción y el comercio contribuyeron negativamente, porque hubo una caída del empleo en estos dos sectores.

Este análisis de la composición del empleo nos permite ir más allá en nuestras conclusiones; de hecho, el cambio sectorial en el empleo podría haber tenido un impacto más positivo si el crecimiento del empleo se hubiera canalizado hacia sectores más productivos. A modo de ejemplo, si el empleo creado en el sector de alojamiento y restauración se hubiera canalizado hacia un sector con un nivel de productividad más elevada, por ejemplo las TIC, el aumento de la productividad podría haber alcanzado el 15%.

La comparación con Finlandia nos coloca en una mala posición

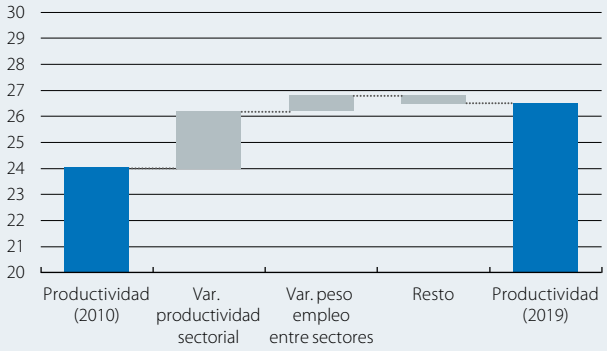
El aumento de la productividad de la economía portuguesa entre 2010 y 2019 (10,3%) está por debajo del aumento observado en la economía finlandesa en el mismo periodo (13,4%).[4] Como consecuencia, el diferencial de productividad entre las dos economías se ha ampliado: la productividad de la economía portuguesa era aproximadamente un 60% inferior a la de Finlandia en 2010 y ha empeorado hasta situarse un 61% por debajo en 2019.

La mayor parte de esta diferencia se explica por la menor productividad de los sectores de actividad en Portugal, sobre todo en la industria manufacturera, el comercio y la construcción; en cambio, los sectores más cercanos en términos de productividad fueron la industria extractiva y el suministro de energía. Si Portugal tuviera la especialización laboral de Finlandia, la productividad de la economía portuguesa sería un 13,5% mayor; es decir, el diferencial de productividad de la economía nórdica se reduciría al 55,6% (aun así, se mantendría una brecha considerablemente elevada). Sin embargo, si los sectores económicos de Portugal tuvieran una productividad equivalente a la registrada en los mismos sectores en Finlandia y si mantuviéramos la estructura de empleo de Portugal en 2019, la diferencia respecto al país finlandés se reduciría hasta alrededor del 6%.

3. El empleo en este sector pasó del 2,5% del empleo total de la economía en 2010 al 3,5% en 2019.
4. La elección de Finlandia para comparar con Portugal se explica por el peso similar de su PIB sobre el conjunto de la eurozona.

Portugal: desglose del crecimiento de la productividad entre 2010 y 2019

(Miles de euros por trabajador)



Nota: *Hemos desglosado el aumento de la productividad entre 2010 y 2019 en (1) la variación en la productividad dentro de cada sector y (2) la variación del peso del empleo en los sectores de actividad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Portugal y Finlandia: desglose del diferencial de productividad en 2019

(100 = Finlandia)

Nota: *Hemos desglosado la diferencia de productividad entre Portugal y Finlandia en (1) la diferencia de productividad en cada sector y (2) la diferencia en el peso del empleo en los distintos sectores de actividad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

En definitiva, Portugal se enfrenta a importantes retos en materia de productividad, que revelan una escasa capacidad para generar valor en comparación con otros países europeos. Resulta fundamental implementar estrategias e inversiones específicas para impulsar un mejor desempeño económico del país y mejorar el nivel de vida de la población, y ello sin demoras, ya que si en los próximos 10 años la productividad en los distintos países europeos evoluciona al mismo ritmo que la observada entre 2010 y 2019, Portugal caería al penúltimo lugar de la UE, solo por delante de Grecia.

Vânia Duarte

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	09/23	10/23	11/23
Índice coincidente de actividad	3,6	5,8	4,2	4,0	4,2	4,2	4,0	2,8	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	–0,3	1,0	–5,0	–4,7	–6,3	–1,0	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–5,3	–3,4	–6,3	–5,0	–5,6	–9,4	–9,7	–10,2	–9,1
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	13,6	9,0	–1,2	–63,6	8,4	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	–16,0	–20,8	–22,9	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	8,1	7,8	8,2	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,9	24,9	22,1	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	2,8	–0,8	–1,0
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,5	1,2	0,7	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	2,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–17,2	–29,7	–37,0	–35,1	–29,4	–22,8	–22,9	–25,1	–28,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,2	2,3	1,2	1,4	2,8	2,2	1,5	1,1	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,7	6,2	6,6	7,2	6,1	6,1	6,6	6,7	...
PIB	**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	09/23	10/23	11/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,6	2,1	1,6
Subyacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,1	3,5	2,9

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

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	09/23	10/23	11/23
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	9,3	6,4	6,4	0,5	–2,1	–2,6	–2,6	–2,7	...
A la vista y ahorro	16,3	7,3	7,3	–3,1	–9,0	–9,4	–9,4	–11,4	...
A plazo y preaviso	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	6,9	6,9	9,3	...
Depósitos de AA. PP.	–4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	5,5	5,5	8,3	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,4**	**–2,4**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	2,9	1,8	1,8	0,0	–1,2	–2,0	–2,0	–2,3	...
Empresas no financieras	2,2	–0,4	–0,4	–2,1	–3,5	–3,8	–3,8	–4,3	...
Hogares - viviendas	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	–0,9	–0,9	–1,2	...
Hogares - otras finalidades	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	–0,8	–0,8	–0,6	...
Administraciones públicas	3,8	–2,7	–2,7	–2,0	0,6	–1,4	–1,4	–3,1	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**1,7**	**–0,1**	**–1,1**	**–2,0**	**–2,0**	**–2,3**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**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 través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618