

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 485 | ENERO 2024



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

La política monetaria y el desempeño bursátil de EE. UU.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte I): EE. UU. y China

¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte II): UE

ECONOMÍA ESPAÑOLA

ECONOMÍA ESPAÑOLA

¿Cómo se podría reducir más el paro estructural en España?

Cambios en el nivel educativo de los ocupados españoles

La importancia de los costes intermedios en las dinámicas de la inflación en España

INFORME MENSUAL**Enero 2024**

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@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/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de enero de 2024

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS****9** *La política monetaria y el desempeño bursátil de EE. UU.*

Isabela Lara White

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**14** *¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte I): EE. UU. y China*

Luís Pinheiro de Matos

16 *¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte II): UE*

Luís Pinheiro de Matos

20 ECONOMÍA ESPAÑOLA**22** *¿Cómo se podría reducir más el paro estructural en España?*

Josep Mestres Domènech

24 *Cambios en el nivel educativo de los ocupados españoles*

Sergio Díaz Valverde

26 *La importancia de los costes intermedios en las dinámicas de la inflación en España*

Oriol Carreras Baquer y Zoel Martín Vilató

29 ECONOMÍA PORTUGUESA**30** *El turismo en Portugal en la temporada alta de 2023*

Tiago Belejo Correia

Aterrizaje suave en tiempos de incertidumbre política

Después del intenso ajuste que se ha producido en las expectativas de política monetaria desde la segunda semana de noviembre del pasado año, y que propició uno de los movimientos más intensos de revalorización de los activos financieros en las últimas décadas (+9% la renta fija en los dos últimos meses de 2023, máximos bimensuales desde 1990), toca ajustar los escenarios económicos y valorar si los inversores han corrido demasiado al descontar un escenario idílico, en el que la resiliencia del ciclo de actividad al endurecimiento monetario vendrá acompañada de un rápido retorno de la inflación al 2%. De momento, el consenso de previsiones ha virado definitivamente hacia un aterrizaje suave de la economía mundial en 2024, con un crecimiento medio parecido al de 2023, en el que se mantienen las divergencias sectoriales y entre regiones económicas. Pero con un perfil totalmente diferente al del año pasado, con un primer semestre caracterizado por una marcada debilidad de la actividad que dará paso a una mejoría en la segunda parte del año, según vayan aflorando los efectos tanto de la bajada de la inflación como de la relajación de las condiciones financieras. De la intensidad de ambos procesos en marcha dependerá el momento en el que se puedan recuperar unos ritmos de crecimiento potenciales lastrados por los sucesivos choques negativos de oferta de los últimos años, a la espera de los efectos positivos de las inversiones en transición energética, así como del esperado repunte en productividad que puede propiciar la innovación de última generación (IA, etc.).

El dato de empleo de diciembre en EE. UU. (+216.000 puestos de trabajo creados, para un total de 2,7 millones en 2023) o el mantenimiento del precio del petróleo por debajo de 80 dólares el barril en las primeras sesiones del año reflejan que continúan vigentes dos de los principales factores detrás de la resiliencia del ciclo de actividad en el último año, como son la solidez de los mercados de trabajo y la contención de las tensiones en los precios de la energía, en un contexto nada favorable marcado por el endurecimiento monetario acumulado en los dos últimos años y el aumento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. En este sentido, el inicio del invierno en Europa está sujeto a mucha menos incertidumbre, si se tienen en cuenta los precios y los niveles de reservas de gas comparados con los de hace un año, aunque la tendencia de debilidad en la actividad se mantendrá en los próximos meses, considerando la atonía que siguen mostrando las expectativas de los agentes económicos, la inercia negativa de los datos del sector industrial y de comercio minorista o los efectos de la vuelta de tuerca que cabe esperar para la política fiscal.

Sin embargo, es en el frente de inflación donde el escenario continúa estando más abierto, pese a las sorpresas positivas del último semestre. El dato de diciembre en Europa estuvo en línea con las previsiones y anticipa alguna de las tendencias que cabe esperar a corto plazo: moderación en los efectos base de la energía, dinámicas mixtas en la inflación de alimentos (mejor comportamiento en elaborados que en no elaborados) y comportamiento divergente en las principales rúbricas de la subyacente, con una normalización relativamente rápida de los bienes industriales (no energéticos) y mayor resistencia a la baja en los servicios. Es por ello por lo que, aunque las señales que se derivan de medidas del comportamiento del núcleo tendencial de los precios a corto plazo (*momentum*) son positivas, siguen existiendo dudas (y riesgos) sobre las dinámicas de precios que se desplegarán en los próximos meses. Y, por tanto, sobre el momento en el que la inflación volverá a estabilizarse cerca del 2%. En ese sentido, parecen bastante coherentes los mensajes de los bancos centrales en las reuniones de diciembre, sin intentar por un lado desinflar las expectativas de bajadas en los tipos de interés, a la vez que remarcaban la dependencia de sus decisiones de los datos que se vayan conociendo en los próximos meses. Es en este contexto en el que afloran inconsistencias entre las nuevas expectativas de tipos de interés que cotizan los mercados y los escenarios de aterrizaje suave, pues parece difícil que, sin un fuerte debilitamiento adicional de la actividad con implicaciones directas en la inflación, los bancos centrales vayan a tener urgencia por bajar los tipos de interés tan pronto como en el 1T del año. Sobre todo, teniendo en cuenta los efectos sobre el riesgo geopolítico y el tono de la política fiscal global que tendrá el desafiante calendario electoral que nos espera en 2024, empezando por las elecciones en Taiwán el 13 de enero y terminando con las presidenciales americanas el 5 de noviembre. Y ya sabemos, tras la experiencia de los últimos años, cómo el riesgo político puede alterar el comportamiento de hipótesis clave en los escenarios de previsión económica.

José Ramón Díez
Enero de 2024

Cronología

DICIEMBRE 2023

- 13** La COP28 (conferencia de las Naciones Unidas sobre el cambio climático) termina con el compromiso de transitar para dejar atrás los combustibles fósiles.
- 20** El Consejo Europeo aprueba la reforma de las reglas fiscales de la UE.

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).

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 °C 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%.

Agenda

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).
- 9** Portugal: comercio internacional (noviembre).
- 10** España: cuentas financieras (3T).
- 17** China: PIB (4T).
- 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).

FEBRERO 2024

- 1** Portugal: producción industrial (diciembre).
Eurozona: avance del IPC (enero).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 7** Portugal: empleo y desempleo (4T).
- 9** Portugal: cifra de negocios del sector servicios (diciembre).
- 12** Portugal: costes laborales (4T).
- 15** Japón: PIB (4T).
- 19** España: comercio exterior (diciembre).
- 23** España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).
- 28** Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
- 29** España: avance del IPC (febrero).
España: balanza de pagos (diciembre).
Portugal: desglose del PIB (4T).

2024: de menos a más

2024 empieza con unas perspectivas relativamente favorables. Es cierto que varios indicadores sugieren que el ritmo de crecimiento se está desacelerando en los principales países desarrollados y, probablemente, el tono se mantendrá débil unos meses más. Pero todo apunta a que los factores que frenan el ritmo de avance se irán disipando los próximos trimestres, y ello debería dar paso a un creciente dinamismo de la economía, tanto a nivel global como también en la economía española. Detrás de este escenario, hay cinco hipótesis clave que se deben cumplir.

En primer lugar, en 2024 se espera que el ciclo inflacionista se pueda dar prácticamente por cerrado. La reducción de las presiones inflacionistas ya se ha ido materializando durante los últimos meses y la contención de los precios de la energía y de las materias primas, junto con unos efectos de segunda ronda limitados, permite cierto optimismo. Así, en EE. UU. se espera que la inflación se sitúe alrededor del 2,0% a mediados de año, y que siga descendiendo durante el segundo semestre hasta cerrar 2024 por debajo del objetivo de la Fed. En la eurozona, el patrón podría ser similar, aunque la moderación probablemente será algo más lenta y se cerraría el año con una tasa ligeramente por encima del 2,0%.

La segunda hipótesis clave del escenario, y que está estrechamente relacionada con la primera, es que las condiciones financieras se relajarán a lo largo del año. La actuación de la Fed y del BCE hasta la fecha ha sido muy prudente, recalcando en todo momento la necesidad de asegurar el control de la inflación. Pero la mejora de las perspectivas en esta dimensión ya propició a finales de 2023 una notable corrección en las expectativas de tipos de interés cotizadas en los mercados financieros. En los próximos meses, a medida que las tasas de inflación se vayan acercando al objetivo del 2,0%, es de esperar que los principales bancos centrales empiecen a reducir los tipos de interés de referencia. Todo ello quitará presión a muchas empresas y familias, y facilitará que la economía empiece a ganar tracción en la segunda mitad del año.

Otro factor de apoyo para que la actividad resista el bache actual es la buena evolución del mercado laboral. Este suele reaccionar con cierto retraso a la evolución de la actividad. Solo cuando se prolonga el debilitamiento de la economía, las empresas ajustan la plantilla. Ello podría hacer temer que la situación actual, si se mantuviera, diera paso a cierta destrucción de empleo en los próximos trimestres. Sin embargo, en la medida que se mantengan las expecta-

tivas de que la desaceleración económica será moderada y transitoria, y que la demanda pronto empezará a ganar tracción, el mercado laboral podría mantenerse como un factor de apoyo. Es poco probable que las empresas ajusten plantillas para un periodo de tiempo breve, dadas las dificultades para encontrar trabajadores que se reportan en muchos sectores.

Uno de los principales riesgos del escenario económico global procede de China. La mayoría de casas de análisis, incluida CaixaBank Research, asume que el profundo ajuste que está experimentando su sector inmobiliario, con caídas en el volumen de compraventas que superan el 40%, sucederá sin que el resto de sectores se vea excesivamente afectado. Hasta la fecha, las medidas tomadas por el Ejecutivo chino han sido efectivas y el conjunto de la economía ha seguido creciendo a buen ritmo. Este escenario se espera que se mantenga durante el año, pero el reto que queda por delante es importante y cualquier sobresalto podría tener repercusiones a nivel global.

Finalmente, el principal interrogante para que se cumpla el escenario económico global procede de la geopolítica. En general, se asume que los conflictos activos, como la guerra en Ucrania y entre Israel y Hamás, no irán a más. Ello es de suma importancia, no solo por el drama humano que generan, sino también por las repercusiones que pueden tener en la economía global, presionando el precio de las materias primas o dificultando las principales rutas comerciales.

Como es habitual en los últimos años, la incertidumbre que rodea el escenario de previsiones es muy elevada, pero las hipótesis de trabajo que hoy en día parecen más razonables permiten ser cautelosamente optimistas. A pesar de que el año empieza con varios indicadores apuntando hacia una moderación en el ritmo de crecimiento, 2024 debería ir de menos a más.

Oriol Aspachs

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	5,50	4,25	2,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,40
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,15	2,80
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	2,80	2,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	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	3,90	3,45	2,55
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,19	2,48
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,40
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,43
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,06	2,45
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,50	2,25
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,60	2,50
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,82	2,67
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,99	2,83
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,60	3,30
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	3,04	2,93
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	3,14	3,03
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,45	3,30
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	85	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,89	0,90
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,4	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	71,0	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	0,0
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	5,4	3,1	2,1
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	3,3	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,9	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	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 y en desarrollo	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	3,5	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	4,3	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

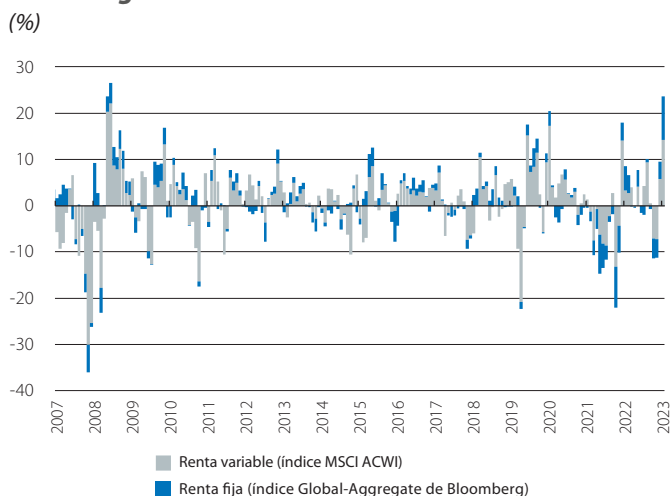
2023: un año de ganancias generalizadas en renta fija y en renta variable

Los inversores mantienen un fuerte apetito por el riesgo en diciembre. El intenso movimiento de mercado desatado a finales de octubre, tras virar los inversores de esperar unos tipos de interés elevados por más tiempo, a que estos bajen ya en 2024, se prolongó en diciembre. Eso sí, el impulso pareció desvanecerse hacia final de mes, con los inversores cerrando posiciones de forma generalizada para evitar empañar los buenos registros anuales y afrontar con tranquilidad el parón navideño, dejando un mercado con un bajo volumen de negociación y bastante plano en las dos últimas semanas del año. 2023 termina así con ganancias en la mayoría de las bolsas mundiales, con el índice global MSCI ACWI avanzando un 20%, y con los índices chinos como principal –y casi exclusiva– nota negativa. En cuanto a la renta fija, también los índices globales de bonos agregados (que contabilizan tanto bonos soberanos como corporativos) cerraron el año con ganancias, con el índice Bloomberg Global-Aggregate de bonos avanzando cerca de un 6%, gracias al fuerte impulso de final de año. Este índice registró en diciembre su mayor avance bimensual desde 1990 (superior al 9%) y la evolución de estos dos últimos meses ha hecho que el año fuera muy positivo para las dos principales clases de activos.

Los bancos centrales buscan contener las expectativas de bajadas de tipos del mercado. La Fed y el BCE mostraron una divergencia clara en sus reuniones de diciembre: si la Fed anunció el fin del ciclo de subidas de tipos y mostró en su *dot-plot* una expectativa del votante mediano del FOMC de tres bajadas de tipos en 2024 (es decir, 75 p. b.), en el BCE Lagarde fue menos explícita y dijo que, por ahora, el BCE no ha discutido bajadas de tipos. Pese a esa divergencia, tras sus respectivas reuniones, las declaraciones de distintos responsables de política monetaria de ambos bancos centrales se concentraron en controlar las expectativas inversoras de bajadas de tipos, que acumulaban un ajuste notable (hasta 120 p. b. de caída entre el 31 de octubre y el 31 de diciembre en los *forwards* sobre el *effective fed funds rate* para los próximos 12 meses). Con todo, a cierre de año, los futuros del mercado monetario descontaban el primer recorte de tipos en EE. UU. en marzo y en la eurozona, en abril, esperando entre cinco y seis bajadas de tipos (es decir, entre 125 y 150 p. b.) en 2024 en ambas geografías.

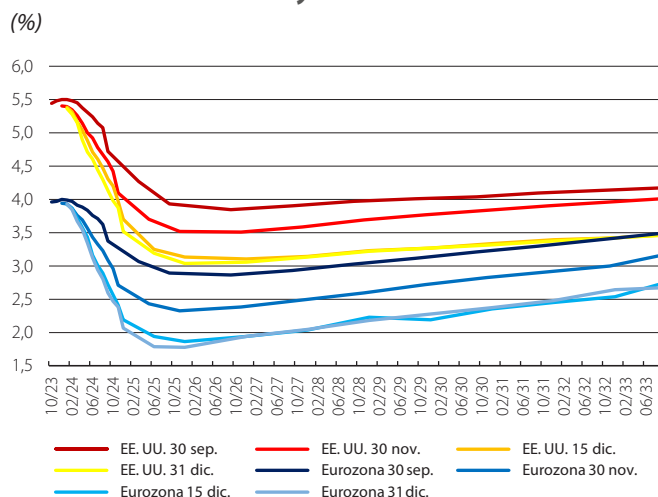
Fuerte caída en la rentabilidad de la deuda soberana, atenuada hacia final de mes. Como en el resto de los rincones de mercado, los tipos soberanos también relajaron hacia final de diciembre la fuerte tendencia bajista de noviembre a medida que los inversores reevaluaban sus expectativas de menores tipos de interés en 2024, en vista tanto de la fuerte corrección en precios como de la resiliencia de la economía estadounidense. Con todo y con eso, los movimientos de diciembre en deuda pública siguieron siendo de entidad, con las referencias a 10 años a ambos lados del Atlántico cediendo entre 40 y 50 p. b. en diciembre. Esto supuso, para los *treasuries* estadounidenses, cerrar el año planos, mientras que para las referencias europeas las caídas en rentabilidad en el año sí fueron de entidad. Esto, unido al in-

Ganancias bimensuales en renta fija y renta variable global (%)



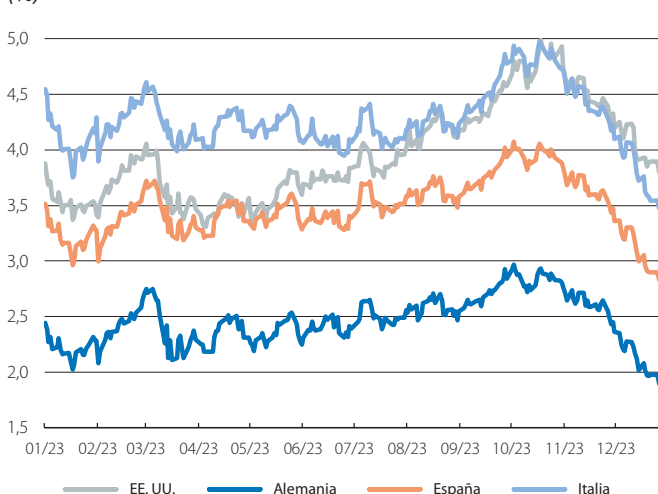
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE (%)



Nota: Forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidad de la deuda soberana a 10 años (%)



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

tenso estrechamiento de diferenciales, permitió a las referencias de la periferia de la eurozona a 10 años terminar el año entre 70 p. b. y 100 p. b. por debajo de su nivel de cierre de 2022.

El rally bursátil de noviembre aún se deja sentir en diciembre.

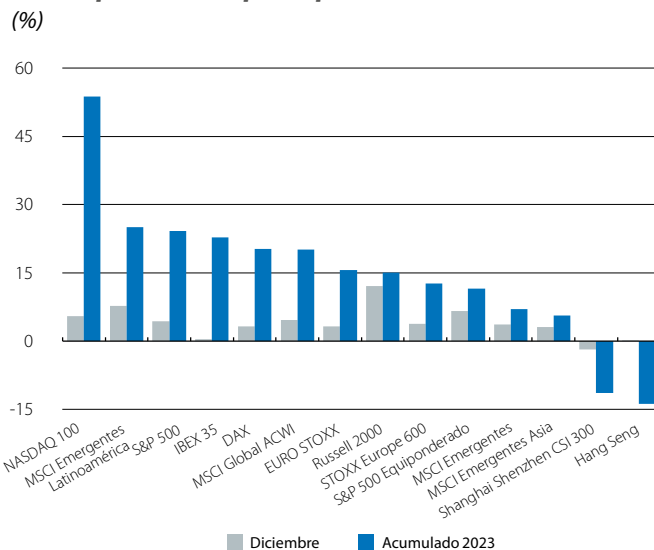
También en bolsa el fuerte rally inversor de noviembre fue perdiendo fuelle hacia mitad de mes, en particular en las plazas europeas. Pese a ello, diciembre cerró con ganancias generalizadas de los principales índices, con la principal excepción, un mes más, de los índices chinos. En positivo, destacaron especialmente los índices estadounidenses, en particular el Nasdaq y el Russell 2000. El dinamismo de la economía estadounidense y las expectativas de menores tipos de interés favorecieron en el mes tanto a las compañías tecnológicas como a aquellas de menor tamaño, que habían acumulado un año de mal desempeño relativo frente a las gigantes tecnológicas. El excepcional desempeño de estas compañías hizo que, en 2023, año de la eclosión de la inteligencia artificial, el mayor avance entre los grandes índices internacionales lo registrase el Nasdaq, tras un 2022 de fuertes caídas. El año termina así con ganancias generalizadas en los principales índices bursátiles, tanto de mercados desarrollados como emergentes, mientras que en negativo destacan las acciones chinas, con los índices CSI 300 de Shanghai y Hang Seng de Hong Kong dejándose más de un 10% cada uno.

Las expectativas de menores tipos para la Fed lastran el dólar a final de año.

Si las expectativas de tipos y los correlativos diferenciales entre economías han sido las principales directrices del mercado de divisas a lo largo del año, diciembre no resultó una excepción. Así, el dólar terminó el año con una ligera depreciación en su tipo efectivo nominal (algo más del 2%) pero deshaciendo, desde mediados de noviembre, gran parte de la fuerte apreciación que acumuló en verano (superior al 7%). Esto supone para el euro cerrar el año con una apreciación superior al 3%, tanto frente al dólar como en su tipo efectivo nominal. Por otro lado, destacó la fuerte apreciación del yen en diciembre, concentrada en las primeras semanas y previa a una reunión del Banco de Japón más *dovish* de lo esperado por unos inversores que siguen descontando prontas subidas de tipos. La divisa japonesa terminó diciembre con una apreciación de casi el 5% frente al dólar, para corregir parcialmente la fuerte depreciación (cercana al 8%) que acumulaba en el año.

Los precios energéticos cierran el año con pérdidas. El precio del barril de Brent de referencia en Europa extendió en diciembre sus caídas, lo que le supuso cerrar el 2023 un 10% por debajo del nivel de principios de año (casi 10 dólares menos por barril). Pese al estallido del conflicto en Oriente Próximo, que en diciembre se recrudeció con ataques a buques en el Mar Rojo, o los recortes de producción por parte de miembros de la OPEP, los precios del petróleo se vieron lastrados por una demanda global desacelerándose y por el aumento de producción fuera de la OPEP, y muy en particular en EE. UU. (que llegó a un récord en diciembre de 13,3 millones de barriles diarios). Por otro lado, el precio de referencia del gas europeo, a pesar de encontrarse aún por encima de los niveles anteriores a la pandemia, dista ya de los máximos observados en 2022, y termina el año cediendo más del 50%, gracias a un elevado nivel de reservas y a una menor demanda en un otoño más templado de lo habitual.

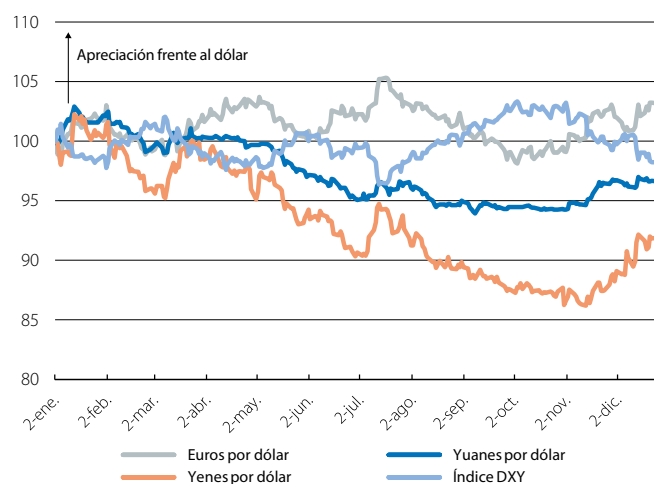
Desempeño de los principales índices bursátiles



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

Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar

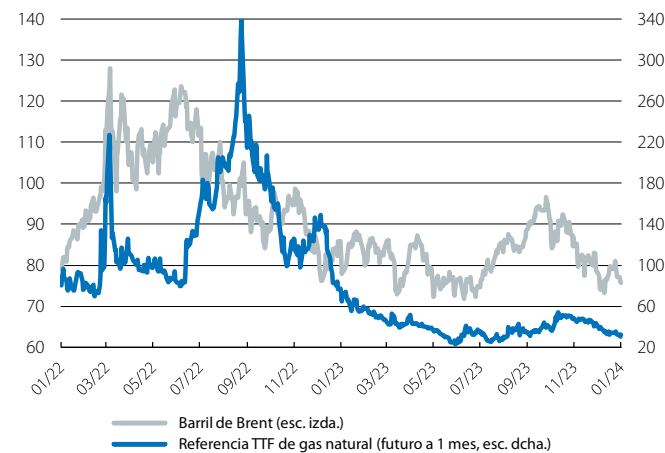
Índice (100 = 1 enero 2023)



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

Gas y petróleo: evolución del precio de la energía

(\$/barril) (€/MWh)



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

La política monetaria y el desempeño bursátil de EE. UU.

Al encontrarse las principales economías desarrolladas en el pico de un ciclo de política monetaria restrictiva, nos preguntamos cuál ha sido la digestión que ha hecho de ello la bolsa estadounidense.

¿Cómo se relacionan tipos de interés y bolsas?

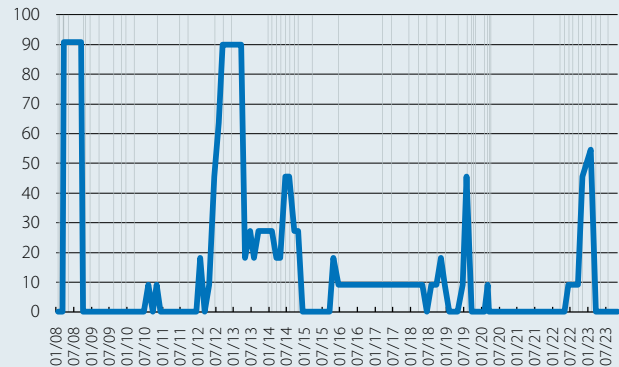
En los últimos años, las principales economías avanzadas han pasado de un largo periodo de política monetaria acomodaticia a un fuerte endurecimiento monetario, provocado por la necesidad de reducir la inflación. Estos cambios en la política monetaria, más allá del deseado efecto en la economía real, conllevan un impacto en el resto de los activos financieros que, de hecho, ocurre mucho más rápidamente que los efectos sobre la economía real. En el caso de los mercados de renta fija hay un nexo directo con la política monetaria: los tipos de interés y los precios de los bonos tienen una relación inversa, de manera que al subir (bajar) tipos, los precios caen (suben).

En los mercados de renta variable, la conexión no es ni tan directa ni tan obvia. Por un lado, los tipos hablan del contexto macroeconómico: unos tipos elevados se asocian a una economía con inflación y/o fuerte crecimiento de la actividad, mientras que unos tipos bajos tienden a reflejar una actividad débil y/o baja inflación. Los tipos además son clave en la valoración de una empresa, pues el valor presente de una acción se calcula como el flujo de futuras ganancias esperadas, descontadas por la tasa de interés, de manera que, si cambian los tipos, cambia el valor presente reflejado en el precio de la acción. Adicionalmente, los tipos de interés determinan el coste de financiación y, por lo tanto, impactan directamente en la rentabilidad de una empresa. A ello podemos añadir que, eventualmente, los tipos afectan a la demanda (sea por parte de una empresa, un intermediario o una familia) y, por tanto, a las ventas. Así, el efecto de los tipos es diferente según los sectores de actividad de las empresas y el contexto macroeconómico en general.

¿Quién es sensible a la política monetaria y quién no?

Tradicionalmente, en los mercados financieros se habla de sectores cíclicos y defensivos para referirse a los que son más o menos sensibles al ciclo económico. Pero los ciclos económicos pueden tener naturalezas muy distintas y, por lo tanto, el papel de la política monetaria en

S&P 500: proporción sectorial del índice sensible a sorpresas de política monetaria (%)



Nota: Las barras grises indican reuniones de la Fed donde se anunció un cambio de tipos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal.

cada ciclo y su relación con la bolsa pueden variar. Para responder a nuestra pregunta con mayor precisión, centramos el análisis en la sensibilidad de los distintos sectores que conforman el S&P 500 a sorpresas de política monetaria.¹ En los periodos estudiados, los sectores que se muestran sensibles a cambios en la política monetaria de manera más recurrente son 6 de los 11 que componen el S&P 500, y que juntos representan el 65% del índice: tecnología, consumo discrecional y no discrecional, financiero, *utilities* e inmobiliario. Esta sensibilidad no es constante en el tiempo, es decir, no siempre se muestran estos sectores sensibles a sorpresas en política monetaria, y no siempre con la misma intensidad (véase el primer gráfico).

De los seis, el sector financiero se muestra sensible positivamente, es decir, que su respuesta tiende a ir en la misma dirección que las sorpresas de política monetaria.² Los otros cinco sectores se muestran, en cambio, sensibles negativamente, es decir, su respuesta tiende a moverse en dirección contraria a los tipos. El tecnológico es un sector de crecimiento cuya valoración depende en gran parte de estimaciones sobre los flujos de beneficios futuros, descontados debidamente con las tasas de interés actuales: cuanto mayor (menor) sea la tasa de descuento, menor (mayor) la valoración. La sensibilidad de los sectores de consumo, por su parte, puede entenderse por su dependencia de la capacidad de compra del consumidor y, por ende, las ventas empresariales. Del mismo modo, la actividad del sector inmobiliario es sensible al precio de las hipotecas y, por lo tanto, a los tipos de interés. Finalmente, las *utilities* son conocidas por ser empresas maduras que

1. Estimamos la relación de la variación de precio ($P_t^i - P_{t-1}^i$) de cada subíndice del S&P 500 (11 sectores) con la variación de la rentabilidad del *treasury* a 2 años ($Y_t - Y_{t-1}$), usado como *proxy* de sorpresas de política monetaria, en una muestra que solo incluye días en los que se anuncia el resultado de una reunión de la Fed. El análisis se realiza en ventanas móviles de 24 meses que incluyen, cada una, 16 reuniones de la Fed desde el 2000 hasta el 2023. Así, la sensibilidad viene dada por la estimación de β en la regresión $(P_t^i - P_{t-1}^i) = \alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \varepsilon_t$. Identificamos un sector como «sensible» a la política monetaria si la β es significativa al 95%.

2. Una sorpresa positiva implicaría un incremento en el tipo de interés soberano a 2 años, y cabría esperar que reflejara una decisión de la Fed más *hawkish* de lo esperado.

ofrecen estabilidad de pagos de dividendos, por lo que, en el mundo de la renta variable, se las asemeja a los bonos (de donde heredan su sensibilidad «negativa» a los tipos de interés).

¿Qué pasó en los dos años de endurecimiento monetario?

Durante el 2022, cuando la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés, el S&P 500 vivió su peor año desde 2008, y todos los sectores sensibles (en negativo o positivo) y no sensibles mostraron pérdidas significativas que alcanzaron hasta un -30% para las compañías tecnológicas y un -38% para las de consumo discrecional. Con todo, el conjunto de sectores negativamente sensibles tuvo un desempeño relativamente peor, mientras que los positivamente sensibles presentaron caídas mucho menores (véase el segundo gráfico). Respecto al mejor desempeño de los no sensibles, se debe en su totalidad al sector energético, empujado por los elevados precios de materias primas energéticas (petróleo y gas).

En 2023, sin embargo, no se repitió el mismo patrón. Los sectores *utilities* e inmobiliario sí que continuaron viendo su desempeño lastrado ante un entorno de elevados tipos, pero, en cambio, las empresas tecnológicas y de consumo discrecional mostraron grandes avances.³ Ello sugiere que, en 2023, hubo otras dinámicas que contrarrestaron el lastre de los tipos de interés. Por un lado, las ventas de estos sectores tuvieron un buen comportamiento a pesar de enfrentarse a tipos elevados. De hecho, fueron de los sectores con mayor crecimiento de beneficios en el acumulado de 2023 hasta el 3T y, además, superaron expectativas.⁴ La segunda razón es que estos dos sectores, junto con el de comunicaciones, contienen las siete compañías de mayor capitalización de EE. UU., denominadas coloquialmente como las «siete magníficas», que tuvieron un año exitoso en el crecimiento de sus beneficios. Conjuntamente, estas empresas (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) representan el 30% del S&P 500 y, con el desempeño tan positivo que han tenido en el año por sus resultados, han arrastrado de manera significativa al resto del mercado (véase el tercer gráfico).

Con respecto a los demás sectores, el financiero (sensible en positivo) se resintió de la crisis del Silicon Valley Bank a principios de año.⁵ Los no sensibles mostraron resultados

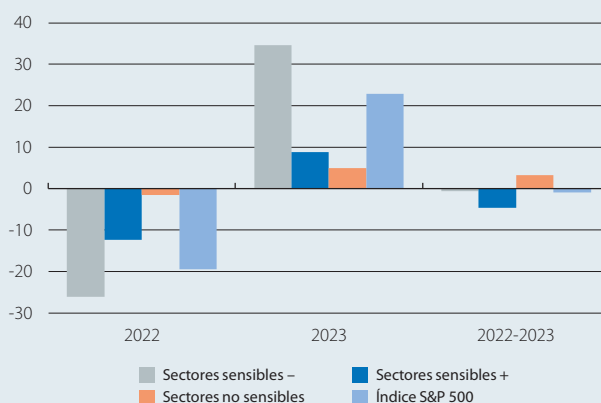
3. Cuando en noviembre los mercados asumen el fin del ciclo alcista de tipos y cambian sus expectativas a esperar recortes de tipos en 2024, nuevamente los sectores *utilities* e inmobiliario reaccionan de manera sensible negativa a los esperados menores tipos, registrando así ganancias en el último tramo del año, a la vez que las tecnológicas y de consumo extendieron su avance positivo.

4. El S&P 500 acumuló un 24% en el año, mientras que su PER subió un 15%, lo que indicaría que un 65% de su revalorización es por múltiplos y un 35%, por crecimiento de beneficios.

5. El sector financiero cayó hasta un 16% desde su pico en febrero al mínimo del año en marzo. Desde ese mínimo ya ha borrado las pérdidas y cerró el año con un 10%.

S&P 500: grupos de sensibilidad

Variación acumulada en el año (%)

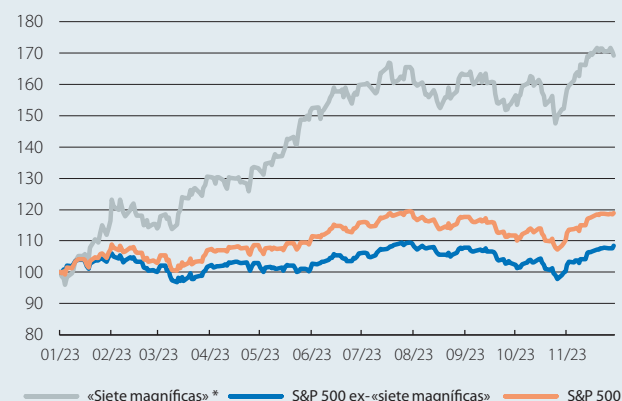


Nota: La sensibilidad se identifica según lo descrito en nota al pie 1 del cuerpo del artículo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg (datos a 15 de diciembre de 2023).

S&P 500: evolución de índices seleccionados

Índice (100 = 1 de enero 2023)



Nota: *Las «siete magníficas» son: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

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

mixtos y reflejaron principalmente sus resultados empresariales en lo que va de año. En balance, el impacto de los cambios recientes en la política monetaria sobre la bolsa ha sido mixto. En un principio, el endurecimiento de la política monetaria fue la narrativa dominante, pero, más adelante, una confluencia de factores, que incluyen la alta concentración del índice en un puñado de acciones y los resultados positivos ante un entorno macroeconómico mejor de lo esperado, sopesaron el impacto más directo de los elevados tipos de interés.

Isabela Lara White

Tipos de interés (%)

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	200,0
Euríbor 3 meses	3,91	3,96	-6	177,7	177,7
Euríbor 12 meses	3,51	3,93	-41	22,2	22,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,26	3,43	-17	66,2	66,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,40	2,82	-41	-36,0	-36,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,02	2,45	-42	-54,7	-54,7
Deuda pública a 10 años (España)	2,99	3,47	-48	-67,0	-67,0
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,66	3,14	-48	-93,0	-93,0
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	100,0	100,0
SOFR 3 meses	5,33	5,37	-4	74,4	74,4
Deuda pública a 1 año	4,76	5,12	-36	7,5	7,5
Deuda pública a 2 años	4,25	4,68	-43	-17,6	-17,6
Deuda pública a 10 años	3,88	4,33	-45	0,4	0,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2023 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	68	-9	-32,0	-32,0
Itraxx Financiero Sénior	67	78	-11	-32,3	-32,3
Itraxx Financiero Subordinado	123	142	-20	-49,4	-49,4

Tipos de cambio

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,104	1,089	1,4	3,1	3,1
EUR/JPY (yenes por euro)	155,720	161,370	-3,5	10,9	10,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,863	0,5	-2,1	-2,1
USD/JPY (yenes por dólar)	141,040	148,200	-4,8	7,6	7,6

Materias primas

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	510,3	529,9	-3,7	-8,0	-8,0
Brent (\$/barril)	77,0	82,8	-7,0	-10,3	-10,3
Oro (\$/onza)	2.063,0	2.036,4	1,3	13,1	13,1

Renta variable

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2023 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.769,8	4.567,8	4,4	24,2	24,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.521,4	4.382,5	3,2	19,2	19,2
Ibex 35 (España)	10.102,1	10.058,2	0,4	22,8	22,8
PSI 20 (Portugal)	6.396,5	6.474,6	-1,2	11,7	11,7
Nikkei 225 (Japón)	33.464,2	33.486,9	-0,1	28,2	28,2
MSCI emergentes	1.023,7	987,1	3,7	7,0	7,0

¿Mejor 2023 y peor 2024 para la economía internacional?

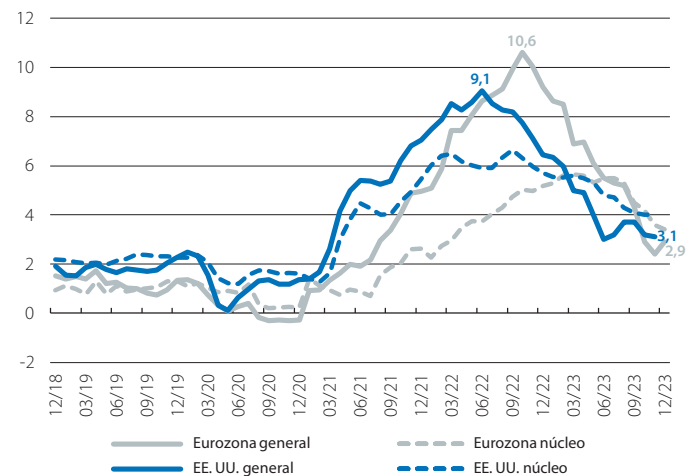
Hace un año, hablábamos de estanflación. Y, ahora, ¿normalización? Tras un 2023 dispar entre las principales economías a nivel de crecimiento, los datos del 4T reflejan un enfriamiento generalizado entre las mayores economías y apuntan a un aterrizaje de la economía global en los próximos meses. Por otro lado, en los últimos meses la desinflación ha sorprendido en positivo. Si a finales de 2022 la inflación general se situaba en el 9,2% en la eurozona y en el 6,4% en EE. UU., la situación a finales de 2023 es muy distinta. En la eurozona, la inflación general se situó en el 2,9% en diciembre, ayudada por efectos base de la energía, pero con los componentes núcleo también en desaceleración. En EE. UU., la inflación general registró en noviembre un 3,2%. Los próximos meses serán clave para desvelar cuán fácil será el camino final hasta el objetivo de inflación del 2% y cuán difícil será el famoso aterrizaje de las economías avanzadas. Anticipándose a estos interrogantes, en los últimos meses los mercados leyeron los datos de actividad e inflación del 4T 2023 como señal de un aterrizaje suave, llevando a los inversores a adelantar a la primavera la fecha esperada para los primeros recortes de tipos de la Fed y del BCE.

La UE empieza 2024 con las reservas de gas llenas, unos precios de la energía moderados... y el acuerdo para un nuevo marco fiscal. Hace un año, la crisis energética se planteaba como uno de los principales determinantes del escenario y, en esos momentos, los contratos de futuros apuntaban a precios del gas cercanos o por encima de los 100 €/MWh de manera persistente. Sin embargo, los precios se moderaron hacia los 40-50 €/MWh de manera relativamente rápida, de modo que, a pesar de haber anticipado inicialmente un crecimiento del PIB de la eurozona en torno al 0,2% para 2023, todo apunta a que la cifra quedará cómodamente superada. Sin embargo, riesgos como la persistente debilidad de la industria europea y la materialización del impacto de las subidas de los tipos de interés se han extendido al 2024, año en el que esperamos que la eurozona crezca un 0,7% (frente al 1,6% previsto hace un año). En otro frente de batalla, la UE ha logrado alcanzar un acuerdo sobre las nuevas normas fiscales. Los Veintisiete cerraron un acuerdo político en el Consejo Europeo para la reforma de las reglas fiscales, justo antes del cierre navideño, que ahora tiene que negociarse con el Parlamento Europeo. Las nuevas reglas mantienen los límites formales del 3% y del 60% sobre el PIB del déficit y de la deuda pública, pero se contemplan sendas de ajuste fiscal «personalizadas» a nivel de cada país, diseñadas de cuatro en cuatro años, ampliables hasta un máximo de siete. El nuevo marco fiscal, que no será vinculante hasta los presupuestos de 2025, prevé un periodo de transición hasta 2027 (pensado para aquellos países con déficits fiscales superiores al 3,0% y que automáticamente entrarían dentro del procedimiento de déficit excesivo) con la exclusión temporal del cómputo de los intereses de la deuda.

La desaceleración de la actividad en el 4T anticipa un inicio de año a marcha lenta en las economías avanzadas. En Europa, los PMI de diciembre se mantuvieron en zona contractiva (por debajo del umbral de los 50 puntos) por séptimo mes consecutivo,

EE. UU. y eurozona: IPC

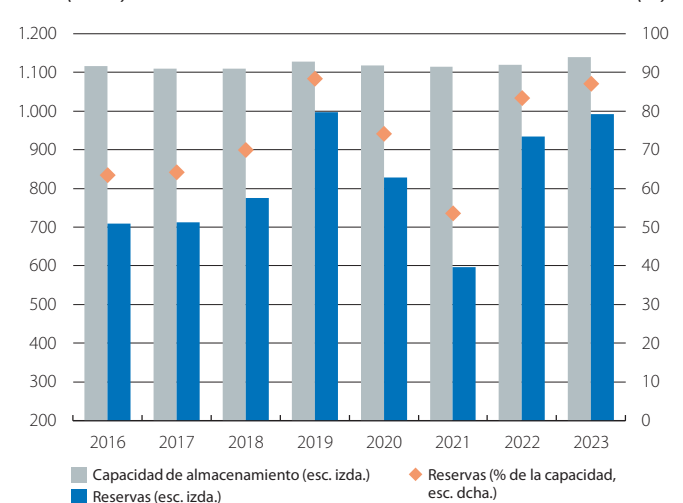
Variación interanual (%)



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

UE-27: reservas de gas natural

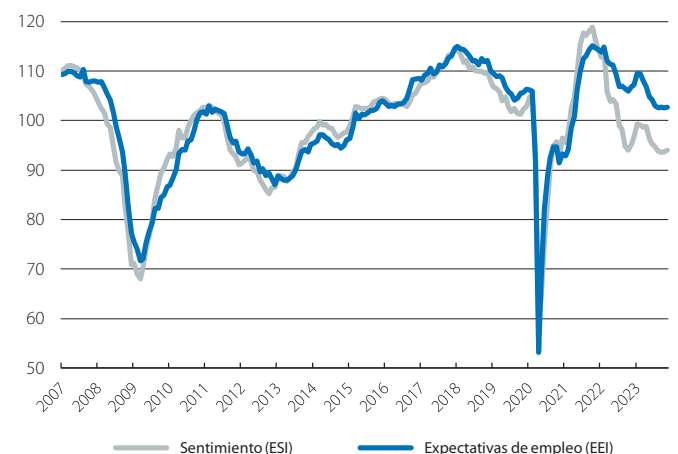
Total (GWh)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Gas Infrastructure Europe.

Eurozona: sentimiento económico y expectativas de empleo

Índice



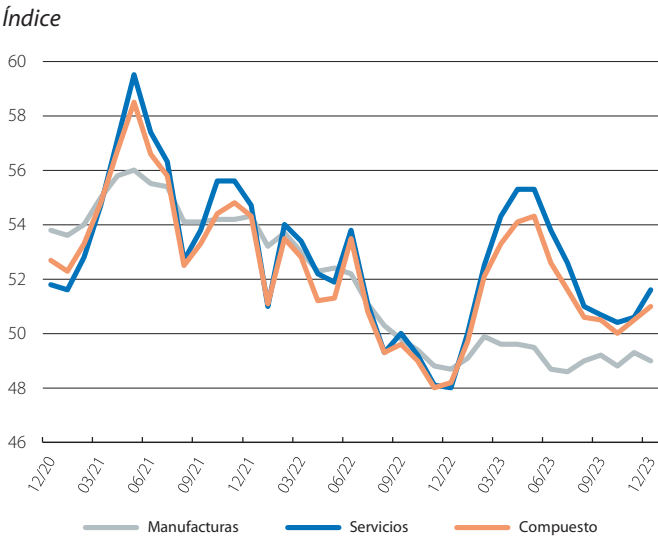
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

reflejo de la debilidad que persiste en la industria europea y del progresivo agotamiento del empuje cíclico en el sector servicios. Por otro lado, el mercado laboral se mantiene sólido, con tasas de paro en mínimos, si bien indicadores avanzados, como el índice de expectativas de empleo, apuntan a un enfriamiento progresivo del mercado laboral en los próximos meses. En EE. UU., se percibe una desaceleración de la actividad respecto al 3T, aunque con tasas de crecimiento del PIB todavía en cotas dinámicas, y cercanas al 0,6% intertrimestral según los *nowcastings* de la Fed de Atlanta y la de Nueva York, mientras que el mercado laboral exhibió dinámicas mixtas en diciembre (con un dato de creación de empleo de 216.000, cifra fuerte y superior a lo esperado, pero con la mayoría de puestos creados en sectores poco cíclicos, como la educación y la sanidad y la Administración pública).

La economía global, entre el freno de las economías avanzadas y el menor poder de arrastre de China. Si esperamos una ralentización entre las economías avanzadas en 2024, otro de los motores de la economía global también parece estar perdiendo poder de aceleración. En el periodo poscrisis financiera hasta la pandemia, China había compensado parcialmente el poco dinamismo de las economías avanzadas (que han crecido en promedio un 1,0% en el periodo 2008-2020, frente a un crecimiento promedio del 7,5% en China). Pero una mezcla de factores internos y externos hacen improbable un escenario en el que el crecimiento del gigante asiático se mantenga por encima del 5%. El año 2023 puso algunos de estos factores de manifiesto, con el ajuste de las exportaciones y una crisis de confianza interna, agravada por un largo ajuste del sector inmobiliario. Además, en los últimos meses, los problemas derivados de la sobrecapacidad en el sector manufacturero chino se están poniendo de manifiesto. Los últimos datos de confianza empresarial son un buen testigo de estas tendencias. Por un lado, el PMI compuesto oficial cayó hasta los 50,3 puntos en diciembre, su nivel más bajo en el año, y sustancialmente por debajo de su promedio histórico. Por componentes, el PMI de servicios se mantuvo en los 49,3 puntos (su nivel más bajo desde la reapertura) y el PMI de construcción subió a los 56,9 puntos, muy por debajo del promedio anterior a la pandemia, señalando una recuperación tibia en el sector. El PMI manufacturero cayó de los 49,4 a los 49,0 puntos, entre señales de enfriamiento de la demanda externa y de caídas de precios de producción.

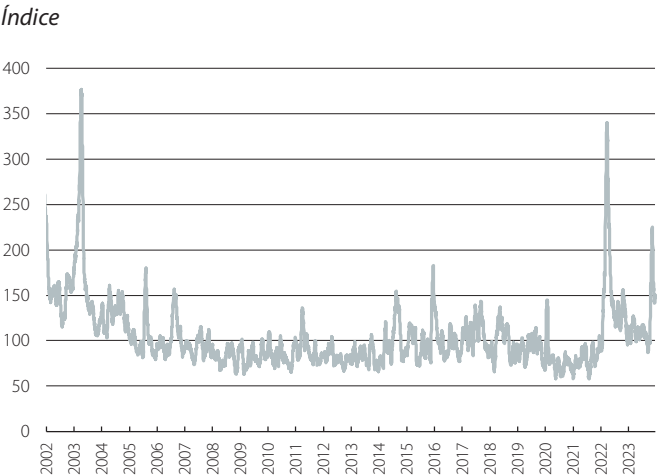
El nuevo año afronta, de nuevo, sombras por las tensiones geopolíticas. Una simultaneidad de crisis se mantienen activas en el cambio de año, y a la guerra en Ucrania se han sumado recientemente la reactivación del conflicto israelí-palestino y la guerra de Sudán, transformando el 2023 en uno de los años con más conflictos activos desde la Segunda Guerra Mundial. Entre el aumento de la conflictividad y del gasto en defensa, y la degradación del papel de las instituciones multilaterales, en 2024 más de la mitad de la población mundial estará llamada a las urnas para elecciones nacionales. Muchas de estas elecciones, con potencial para, a su vez, afectar el equilibrio geopolítico global actual. Además de elecciones como las de Taiwán, India o el Reino Unido, las miradas están puestas en las presidenciales de EE. UU. En España, la «polarización» fue elegida palabra del año en 2023. El diccionario británico Collins y el *The Economist* han preferido expresiones relacionadas con la inteligencia artificial. Ambos temas seguirán marcando la actualidad este año.

Global: PMI



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

Global: riesgo geopolítico



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, abril, 112(4), pp. 1.194-1.225 (datos descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>).

Global: longitud media de las cadenas de suministro globales

2021 → 2023

	Distancia del proveedor original Número de intermediarios					Distancia del consumidor final Número de intermediarios				
	~9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	~9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
EE. UU.				→				→		
América del Norte (excl. EE. UU.)			→					→		
China		→					→			
Europa			→					→		
Asia Pacífico (excl. China)			←					→		

Nota: Evolución de la distancia media entre el proveedor original/consumidor final (medida con el número de proveedores intermediarios) entre el 2021 y el 2023, para cada región.
Fuente: The Economist (basado en Qiu, H. et al. (2023) «Mapping the realignment of global value chains»).

¿Hay evidencia «temprana» de *de-risking*? (parte I): EE. UU. y China

Desde 2008, los flujos comerciales prácticamente se han estancado a nivel global. Al mismo tiempo, el aumento significativo de las tensiones comerciales entre países, principalmente a partir del 2018 y con el eje EE. UU.-China en el epicentro, está llevando a un rediseño de flujos comerciales. La pregunta clave es si, ante una retórica y unas políticas más enfocadas en reforzar la «seguridad económica», hay evidencia de que los lazos comerciales (o las «dependencias») entre los mayores bloques económicos hayan disminuido de manera sistemática.

La importancia del triángulo: de la Antigua Grecia al comercio internacional en el siglo XXI

Desde finales de 2018, las exportaciones de China a EE. UU. han sufrido un zigzag, con contracciones en 2019 y 2022-2023, pero habiendo alcanzado máximos históricos entremedio (véase el primer gráfico). Con todo, desde 2018 China ha perdido prácticamente 5 p. p. en su cuota en las importaciones totales de EE. UU., al mismo tiempo que las cuotas de países como México o Vietnam, e incluso de la eurozona, han aumentado.

Por ejemplo, entre 2018 y 2021 las exportaciones anuales de Vietnam a EE. UU. se han más que duplicado (y subido más de unos 50.000 millones de dólares anuales). Mirando el desglose sectorial, mientras la proporción de exportaciones de productos electrónicos de China a EE. UU. cayó 2 puntos en el periodo, la de Vietnam a EE. UU. subió 13 puntos (véase la primera tabla).¹ Por su parte, las exportaciones de China a Vietnam han crecido casi un 70% (también unos 50.000 millones de dólares anuales) y los flujos en el sector de la electrónica se han intensificado en ambos sentidos.

El «triángulo comercial» entre estos países desvela que, a pesar de que los lazos comerciales directos entre China y EE. UU. se han ido debilitando a lo largo del periodo, los lazos indirectos podrían haber aumentado significativamente.² Si entendemos el objetivo del *de-risking* (o de la minimización de riesgos en las cadenas de valor a través de la diversificación de los flujos de comercio) como una disminución de la dependencia comercial efectiva entre países, y esta depende de los lazos comerciales directos e indirectos, no está claro en qué medida realmente se pro-

1. En sentido contrario, entre 2018 y 2021 las exportaciones de EE. UU. a China han aumentado casi un 30%, y a Vietnam, un 10%.

2. Si bien China ha perdido cuota en las importaciones totales de EE. UU., sigue siendo el mayor socio comercial de EE. UU. por importaciones, con un quinto del total. Por otro lado, China es también el principal origen de las importaciones de Vietnam. Si en 2018, un 31% de las importaciones totales de bienes de Vietnam venían de China, en 2021 esta cifra llegó al 39%. El principal producto importado por Vietnam son los circuitos integrados (12% de las importaciones totales). En 2018, un 23% de los circuitos integrados importados por Vietnam venía de China (frente al 46% de Corea del Sur y el 6% de EE. UU. o Japón). En 2021, la cuota de China pasó al 33% (33% de Corea del Sur, 7% de Japón y 4% de EE. UU.).

China: exportaciones

Miles de millones de dólares
(acumulado de 12 meses)

Miles de millones de dólares
(acumulado de 12 meses)



Nota: Se presentan datos mensuales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas de China, vía Bloomberg.

dujo un desacoplamiento a partir del 2018 entre EE. UU. y China, y esto a pesar del aumento significativo de las barreras arancelarias entre ambos países.³ Asimismo lo demuestra uno de los más famosos teoremas de geometría euclídea, atribuido al filósofo y matemático griego Pitágoras, en el siglo VI a. C.: el cuadrado de la longitud de la hipotenusa es igual a la suma de los cuadrados de las longitudes de los catetos.

Flujos comerciales entre China, EE. UU. y Vietnam

Importaciones y exportaciones anuales
(en millones de dólares)

	2018	Δ%	2021
China → EE. UU.	504.000	+5%	530.000
Electrónica (26%)			Electrónica (24%)
Maquinaria (22%)			Maquinaria (22%)
EE. UU. → China	119.000	+27%	151.000
Transp. aeronáutico (14%)			Electrónica (13%)
Electrónica (11%)			Eq. óptica, fotog., etc. (11%)
Vietnam → EE. UU.	48.000	+106%	99.000
Electrónica (21%)			Electrónica (34%)
Accesorios de ropa (17%)			Muebles y mobiliario (11%)
EE. UU. → Vietnam	10.000	+10%	11.000
Electrónica (18%)			Electrónica (21%)
Algodón (14%)			Algodón (9%)
Vietnam → China	41.000	+41%	58.000
Electrónica (48%)			Electrónica (54%)
Frutas (7%)			Algodón (5%)
China → Vietnam	77.000	+68%	129.000
Electrónica (30%)			Electrónica (36%)
Maquinaria (11%)			Maquinaria (11%)

Nota: Se presentan los dos sectores más importantes (% del total) en los flujos bilaterales entre países, para cada año, a nivel de desagregación producto HS2.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica (OEC) y Comtrade.

Cambios en flujos de comercio a nivel global: una geometría variable

Si por un lado la intensificación de los flujos de comercio de Vietnam con China y EE. UU. habrá contrarrestado, por lo menos en parte, la relativa debilidad de los flujos directos entre China y EE. UU., queda todavía por verificar si estas desviaciones de flujos de comercio se extendieron a otros países. Centrándonos en la región asiática y en otras grandes economías emergentes, se observa, en el mismo periodo, un crecimiento más rápido de los flujos de comercio de EE. UU. con otros países ASEAN (como Indonesia, Malasia o Tailandia), así como con Corea del Sur o Taiwán, todos con crecimientos superiores al 30%. También con India los flujos de comercio han crecido más de un 30%, mientras que los flujos con México o Brasil se han estancado entre 2018 y 2021.

Diversos matices en estos casos ayudan a entender los retos y la complejidad del proceso de *de-risking* entre grandes potencias económicas. Por un lado, si observamos que EE. UU. ha disminuido sus importaciones desde China y aumentado las de otros países, el hecho de que estos países hayan aumentado sus importaciones desde China implica que no pueda concluirse que los vínculos comerciales indirectos de EE. UU. con China no hayan aumentado. En prácticamente todos los casos mencionados arriba, el crecimiento de las importaciones de estos países desde China ha prácticamente igualado, o incluso superado, el crecimiento de sus exportaciones a EE. UU. (véase la segunda tabla). Por otro lado, en el caso de la India, cuyas exportaciones a EE. UU. han crecido un 34% en el periodo, mientras las importaciones desde China han crecido un 24%, tampoco es evidente que este canal haya llevado a un *de-risking* estadounidense de China. Por un lado, los flujos anuales de las exportaciones de India a EE. UU. son siete veces inferiores a los de China a EE. UU. (y son incluso inferiores a los de Vietnam a EE. UU.). Por otro lado, el patrón de especialización sectorial de India y China es muy distinto. Mientras que prácticamente un 50% de las exportaciones de China a EE. UU. (y a India) son de electrónica y maquinaria, las principales exportaciones de India a EE. UU. son de piedras preciosas (20%) y productos farmacéuticos (10%), y la electrónica y la maquinaria suman, en conjunto, poco más de un 10% del total.

3. Para una identificación clara de las «dependencias» entre economías, a través de las cadenas de valor globales, se deben utilizar datos de valor añadido a nivel internacional, disponibles por ejemplo en la base de datos TiVA, de la OCDE. Estos datos permiten identificar el origen real de los bienes y servicios que llegan, se consumen y se exportan en un determinado país, teniendo en cuenta que los flujos brutos de importaciones y exportaciones entre países incorporan contenido con origen en múltiples geografías. Sin embargo, por la complejidad de estos datos, se publican con varios años de retraso.

4. Véase, por ejemplo, Utar, H., *et al.* (2023), «The US-China Trade War and the Relocation of Global Value Chains to Mexico», CESifo Working Paper n.º 10638. Las barreras arancelarias entre China y EE. UU. están en niveles entre tres y seis veces superiores al observado hasta el 2018, según el Peterson Institute for International Economics (PIIE).

Flujos comerciales entre China, EE. UU. y grandes economías emergentes

Importaciones y exportaciones anuales (en millones de dólares)

	2018	Δ%	2021
México → EE. UU.	348.000	+4%	361.000
Transp. terrestre (27%)			Transp. terrestre (24%)
Electrónica (21%)			Electrónica (21%)
India → EE. UU.	53.000	+34%	71.000
Piedras preciosas... (21%)			Piedras preciosas... (21%)
Prod. farmacéuticos (11%)			Prod. farmacéuticos (11%)
Indonesia → EE. UU.	20.000	+30%	26.000
Acces. ropa no tej. (12%)			Accesorios ropa tej. (10%)
Accesorios ropa tej. (11%)			Grasas, aceites... (9%)
China → México	64.000	+31%	84.000
Electrónica (37%)			Electrónica (32%)
Maquinaria (23%)			Maquinaria (21%)
China → India	76.000	+24%	94.000
Electrónica (30%)			Electrónica (28%)
Maquinaria (18%)			Maquinaria (21%)
China → Indonesia	45.000	+33%	60.000
Electrónica (21%)			Maquinaria (19%)
Maquinaria (19%)			Electrónica (19%)

Nota: Se presentan los dos sectores más importantes (% del total) en los flujos bilaterales entre países, para cada año, a nivel de desagregación producto HS2.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica (OEC) y Comtrade.

¿Una geopolítica más multipolar y una geoeconomía menos multilateral?

La utilización de políticas comerciales «defensivas», como aranceles, de manera unilateral y como arma negociadora ante socios comerciales, ha marcado la «primera ola» de tensiones comerciales, a partir del 2018.⁴ Estas han llevado a un primer rediseño de las cadenas de valor globales. A pesar de que se han observado tendencias de *friendshoring*, o de relocalización de partes de las cadenas de valor hacia países «amigos» (sea para evitar costes arancelarios o para protegerse ante temores de un mayor deterioro de la situación geopolítica), las desviaciones de flujos de comercio resultantes, así como la importancia y el grado de especialización creciente de China en las cadenas de valor globales, hacen difícil concluir que los vínculos comerciales entre EE. UU. y China hayan efectivamente perdido importancia.

Por otro lado, el giro proteccionista estadounidense, no solo ha llevado a un deterioro del multilateralismo (como es evidente, por ejemplo, por el bloqueo del órgano de apelación de la OMC, el principal mecanismo de resolución de disputas comerciales entre países, desde 2017), sino también a otros países a cambiar de políticas comerciales. ¿A qué nueva geoeconomía nos llevará la «segunda ola» de tensiones comerciales?

Luís Pinheiro de Matos

¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte II): UE

Entre 2018 y 2021, tuvimos una primera ola de tensiones comerciales en un conflicto centrado en el eje EE. UU.-China. En ese periodo, las importaciones de la UE desde China aumentaron prácticamente un 40% (véase la primera tabla),¹ pero desde 2021 las tensiones se han extendido con una UE que fue adoptando una postura más asertiva frente a China, en particular tras la invasión rusa de Ucrania.

¿Cómo se está posicionando la UE en el de-risking?

En 2021, un 22% de las importaciones de bienes provenientes de fuera de la UE llegaban de China (unos 550.000 millones de dólares), una cifra récord, frente a un 18% entre el 2015 y el 2018. En el sector de la electrónica, la cuota de China en las importaciones de la UE llegaba en 2021 al 47%, frente a un 38% hasta 2018.

En estos mismos años, no solo el crecimiento de las importaciones desde China superó el crecimiento de las importaciones desde los otros grandes países emergentes y asiáticos (véase la segunda tabla), sino que el crecimiento de las exportaciones de China a estos países aumentó significativamente.² En otras palabras, la importancia de los vínculos comerciales directos de la UE con China ha aumentado (al contrario de lo que ocurrió entre EE. UU. y China, en el mismo periodo), al mismo tiempo que también han aumentado los vínculos indirectos, a través de otros países, por el hecho de que estos hayan también aumentado su exposición a China.

Por otro lado, tras un periodo de fuerte expansión de las importaciones europeas a lo largo de 2022, año en el que

las importaciones extra-UE totales crecieron más de un 40% (más de un 30% desde China), hay algunas señales de contracción de los lazos comerciales directos entre el bloque europeo y el gigante asiático. En 2023, las importaciones de la UE desde China están cayendo más de un 10%, en términos interanuales (véase el gráfico).³ Al mismo tiempo, las importaciones europeas desde EE. UU. han crecido un 7%, mientras que las procedentes de otros países asiáticos han crecido un 3%.⁴ Como resultado, desde 2021, China ha perdido 2 p. p. de cuota en las importaciones externas totales de la UE, llegando al 20%, mientras que otros países asiáticos y EE. UU. han ganado cuota, y el comercio intra-UE se ha reforzado.

¿De-risking o una nueva globalización «con características chinas»?

Dos tendencias adicionales también han marcado los últimos años. Por un lado, a medida que se ha ido desarrollando y ha ganado peso en las cadenas de valor globales, China ha reducido su dependencia económica del exterior, principalmente en términos de bienes y servicios producidos en economías más avanzadas.⁵ Por otro lado, desde finales de 2019 el principal destino de las exportaciones de China ya no son las economías avanzadas. De hecho, en los últimos años, los destinos de exportaciones chinas que más han crecido han sido los BRICS, el resto de Asia, Oriente Medio y África. Por ejemplo, las exportaciones de China a los países ASEAN han crecido un 70%, mientras que las exportaciones a economías avanzadas han crecido un 20%.

Flujos comerciales entre China y la UE

Importaciones y exportaciones anuales (en millones de dólares)

	2009	2012	2015	2018	2021
China → UE	225.000	335.000	337.000	395.000	550.000
Electrónica (23%)	Electrónica (23%)	Electrónica (24%)	Electrónica (24%)	Electrónica (27%)	Electrónica (27%)
Maquinaria (22%)	Maquinaria (23%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (22%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (21%)
Acces. ropa no tej. (6%)	Acces. ropa no tej. (5%)	Acces. ropa no tej. (5%)	Acces. ropa no tej. (4%)	Muebles y mobiliario (5%)	Muebles y mobiliario (5%)
UE → China	109.000	166.000	158.000	218.000	261.000
Maquinaria (29%)	Maquinaria (23%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (19%)	Maquinaria (17%)	Maquinaria (17%)
Electrónica (15%)	Transp. terrestre (18%)	Transp. terrestre (16%)	Transp. terrestre (17%)	Transp. terrestre (15%)	Transp. terrestre (15%)
Transp. terrestre (10%)	Electrónica (10%)	Electrónica (11%)	Electrónica (12%)	Electrónica (14%)	Electrónica (14%)

Nota: Se presentan los tres sectores más importantes (% del total) en los flujos bilaterales entre países, para cada año, a nivel de desagregación producto HS2.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica (OEC) y Comtrade.

1. En este periodo, las importaciones de EE. UU. desde la UE han crecido un 12% (a unos 450.000 millones de dólares anuales). Véase también el Focus «¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? (parte I): EE. UU. y China», en este mismo informe.

2. Entre 2018 y 2021, el aumento de las exportaciones de China a estos países superó el 50% en varios casos (Turquía, +52%; Vietnam, +68%; Brasil, +50%, y Malasia, +54%).

3. Las importaciones de EE. UU. desde China están cayendo casi un 20% en el mismo periodo.

4. Destaca en particular el crecimiento de las importaciones europeas desde Corea del Sur (+13%), Taiwán (+7%), Japón (+6%) e India (+4%), mientras que las importaciones desde los países ASEAN cayeron ligeramente (-1%), aunque con diferencias entre países (desde Malasia, -7%, desde Vietnam o Singapur, +3%). Respecto a otras geografías, destaca el crecimiento de las importaciones desde los Emiratos Árabes Unidos (+38%) o México (+12%), y la caída de las importaciones desde Rusia (-66%) o Noruega (-15%).

5. Véase por ejemplo el Focus «UE y China: mapas de una interdependencia estratégica II», en el IM01/2023.

Pero, ya sea por intervenciones políticas directas o por temores empresariales a un deterioro de la situación geopolítica que llevaría a la utilización de «dependencias económicas» como arma diplomática, ¿llevará el rediseño en curso de los flujos comerciales a una minimización de riesgos comerciales? Algunos matices observados en los últimos años invitan a cierta prudencia. Por un lado, hemos subrayado la importancia de analizar los lazos comerciales (y de inversiones) indirectos entre bloques, o las «puertas de atrás». ⁶ Por otro lado, dada la magnitud de las desviaciones de flujos de comercio observadas en los últimos años y el repunte de la incertidumbre comercial, es posible que asistamos en los próximos años a un aumento de la complejidad de las cadenas de valor globales, movidas por consideraciones geopolíticas. Esto tendría como resultado probable un aumento de la opacidad –y una disminución de la eficiencia– de los procesos productivos y de las dependencias económicas reales entre bloques.

Con o sin *de-risking* como resultado final de esta reasignación de recursos, podemos estar entrando en una nueva era de (des)globalización «con características chinas». ⁷ De momento, se observa una redefinición del equilibrio hacia una economía global más dominada por las preocupaciones geopolíticas, con un papel más activo de los Estados, a través de políticas industriales, y una redefinición inminente de las políticas comerciales y del consenso de libre comercio construido en el periodo posguerra. En una primera fase, se ha observado un dominio de las políticas comerciales «defensivas», resultando en el aumento de las barreras arancelarias y no arancelarias, como restricciones de exportaciones o mecanismos de control de inversiones. Para que el resultado del proceso no sea una fragmentación costosa y desordenada entre bloques, es esencial que se contemplen políticas comerciales dichas «ofensivas» ⁸ y se logre un conocimiento detallado de las cadenas de valor globales. La UE parece estar tomando algunos pasos alentadores en este sentido, como lo demuestran la reciente discusión (basada en una visión más pragmática de las cadenas de valor) en torno a las áreas tecnológicas críticas y los avances en acuerdos

6. Para un análisis reciente y detallado, véase por ejemplo Alfaro, L. y Chor, D. (2023). «Global Supply Chains: The Looming 'Great Reallocation'», Working Paper 31.661 NBER Working Paper Series, NBER.

7. Tras años de liderazgo bajo Mao Zedong, Deng Xiaoping fue uno de los grandes líderes reformistas que ha modernizado la economía china, a partir de los años ochenta, e integrado el país en una nueva era de globalización. Una de las ideas fundamentales introducidas por Xiaoping fue el concepto de «socialismo con características chinas», que tenía por objetivo redefinir el balance entre una economía dominada por el Estado y el mundo capitalista al que se abría. En las décadas siguientes, China se transformó en la segunda mayor economía del mundo y el mayor exportador de bienes a nivel global, y fue el mayor motor individual de la última ola de globalización.

8. Las políticas comerciales «defensivas», como aranceles, cuotas o restricciones a importaciones o exportaciones, contrastan con políticas comerciales dichas «ofensivas», como la celebración de acuerdos de comercio y cooperación entre países.

Flujos comerciales entre la UE y grandes economías asiáticas y emergentes

Importaciones y exportaciones anuales (en millones de dólares)

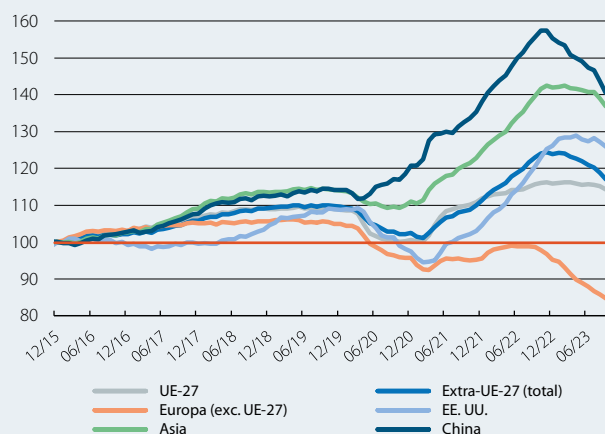
	2018	Δ%	2021
Turquía → UE	81.000	+21%	98.000
Transp. terrestre (24%)			Transp. terrestre (17%)
Maquinaria (11%)			Maquinaria (10%)
Japón → UE	74.000	−4%	71.000
Maquinaria (25%)			Maquinaria (24%)
Transp. terrestre (25%)			Transp. terrestre (22%)
Corea del Sur → UE	56.000	+18%	66.000
Transp. terrestre (19%)			Electrónica (18%)
Electrónica (18%)			Transp. terrestre (17%)
India → UE	52.000	+17%	61.000
Combustibles, etc. (13%)			Combustibles, etc. (10%)
Maquinaria (8%)			Químicos orgánicos (9%)
Vietnam → UE	39.000	+15%	45.000
Electrónica (40%)			Electrónica (39%)
Calzado (12%)			Calzado (10%)
Brasil → UE	36.000	+6%	38.000
Minerales, etc. (15%)			Minerales, etc. (15%)
Prod. alimenticios (10%)			Combustibles, etc. (14%)
Malasia → UE	27.000	+11%	30.000
Electrónica (42%)			Electrónica (40%)
Maquinaria (15%)			Grasas, aceites, etc. (12%)

Nota: Se presentan los dos sectores más importantes (% del total) en los flujos bilaterales entre países, para cada año, a nivel de desagregación producto HS2.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica (OEC) y Comtrade.

UE-27: importaciones

Índice (100 = 2015)



Nota: Se presentan datos mensuales.

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

comerciales con países como Nueva Zelanda, Chile, Kenia, México o India. No menos importante en el proceso será la construcción de canales de diálogo efectivos entre los distintos bloques: EE. UU., China y, en un mundo más multipolar, todos los demás.

Luís Pinheiro de Matos

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	10/23	11/23	12/23
Actividad									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	2,9	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,8	3,3	2,2	3,3	5,2	...
Confianza del consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	99,1	101,0	110,7
Producción industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–1,0	–0,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	46,7	46,7	47,4
Viviendas iniciadas (miles)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.359	1.560	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	267	307	304	303	302	302	320,3	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,7	3,7
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,4	60,1
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–2,9	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,2	3,1	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,0	4,0	...

JAPÓN

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
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	35,7	36,1	37,2
Producción industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–0,6	–1,4	...
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	2,5	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,1	–1,9	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,3	2,9	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,0	3,8	...

CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
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	7,6	10,1	...
Producción industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,6	6,6	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	49,5	49,4	49,0
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	681	899	899	948	946	900	873,8	871,0	...
Exportaciones	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–7,9	–1,4	...
Importaciones	30,0	0,7	–6,9	–7,2	–6,9	–8,5	3,0	–0,6	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	–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	7,2	7,1

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	10/23	11/23	12/23
Ventas al por menor (variación interanual)	5,4	1,0	-2,8	-2,7	-1,9	-1,8	-0,9	-1,1	...
Producción industrial (variación interanual)	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,2	-4,7	-6,7	...	...
Confianza del consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-17,8	-16,9	-15,0
Sentimiento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,7	94,0	96,4
PMI manufacturas	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,1	44,2	44,4
PMI servicios	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	47,8	48,7	48,8
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	...	...
Alemania (% pobl. activa)	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	...	...
Francia (% pobl. activa)	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...	...
Italia (% pobl. activa)	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	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	10/23	11/23	12/23
General	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	2,9	2,4	2,9
Núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,2	3,6	3,4

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	10/23	11/23	12/23
Saldo corriente	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	2,0	3,8	...	...
Alemania	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	13,3	...	...
Francia	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-2,0	-3,2	...	...
Italia	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	0,2	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	90,9	91,9	93,4	94,6	95,9	95,0	95,3	94,9

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	10/23	11/23	12/23
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	-0,3	0,0	...
Crédito a hogares ^{2,3}	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,6	0,5	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	...
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	4,8	4,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-11,3	-11,5	-10,9	...
Otros depósitos a corto plazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,4	20,8	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	22,9	17,9	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	...

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

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

La economía española cierra 2023 con mejor nota de la esperada

La economía española cerró 2023 con mejor tono del que se esperaba a principios de año. Si bien es cierto que en la segunda parte del ejercicio el ritmo de crecimiento se moderó, el debilitamiento se ha producido más tarde de lo esperado y está siendo más moderado de lo que se temía hace un año. Así, si a principios de 2023 el consenso de analistas situaba el crecimiento del PIB para el conjunto del año en el 1,3% (Panel de FUNCAS), hoy en día lo emplaza en el entorno del 2,4%, una cifra que coincide con la que estima CaixaBank Research. Además, todo apunta a que en 2024, especialmente durante el segundo semestre, la economía podría recuperar cierto brío, lo que debería permitir que en el 4T 2024 el ritmo de crecimiento del PIB ya se aproxime al 2,0% interanual.

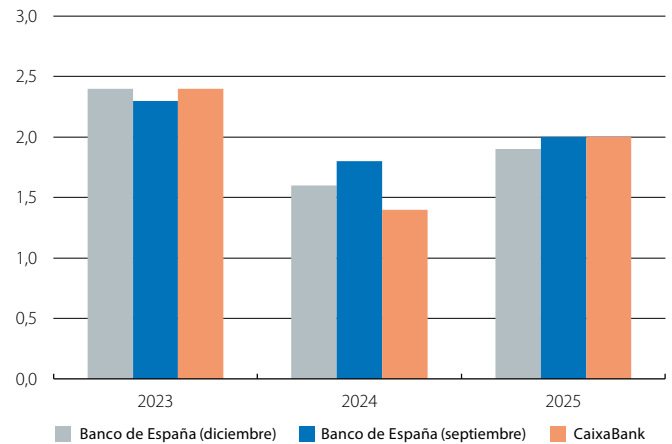
El ritmo de crecimiento se desaceleró en el 3T 2023, pero de forma moderada. En la segunda estimación del PIB del 3T, el INE confirmó que el ritmo de crecimiento se emplazó en el 0,3% intertrimestral, 1 décima por debajo del avance registrado en el 2T y 2 décimas inferior al crecimiento promedio trimestral del último año. Así, el PIB se sitúa un 2,1% por encima del nivel del 4T 2019. Por componentes, destaca el ritmo de avance que registran el consumo de los hogares y el consumo público, ambos superiores al 1% intertrimestral. Mientras que, en sentido opuesto, sigue preocupando la pobre evolución de la inversión, que anota una caída del 1,0%, y, sobre todo, las exportaciones de bienes y servicios, que acusan la debilidad de los principales socios comerciales y retroceden un destacable 4,1%.

Tras la moderación del crecimiento del 3T 2023, los últimos indicadores apuntan a que el ritmo de crecimiento se ha estabilizado en el tramo final del año. En diciembre, el índice PMI del sector servicios se mantuvo en zona expansiva y se emplazó en los 51,5 puntos (0,5 puntos por encima del registro de noviembre). Por su parte, el índice PMI para el sector manufacturero se mantiene en terreno contractivo y desciende 0,1 puntos, hasta los 46,2. Así, el índice PMI compuesto aumentó ligeramente y se emplazó en los 50,4 puntos (49,8 en noviembre), marcando una media en el trimestre en el 50,1, mismo nivel que en el trimestre anterior. Por otro lado, el principal motor del crecimiento de la economía española, el consumo, también ofrece un mensaje relativamente positivo. Concretamente, el [monitor de consumo de CaixaBank Research](#) apunta que el gasto realizado con tarjetas españolas en TPV de CaixaBank y las retiradas de efectivo crecieron un 5,9% interanual en el 4T (datos hasta la tercera semana de diciembre), lo que representa una aceleración de 0,4 p. p. respecto al registro del 3T.

El mercado laboral resiste y sigue creando empleo, aunque a un ritmo más moderado. En diciembre, el número de personas afiliadas a la Seguridad Social aumentó en 29.937, una cifra superior a la del año pasado, que se emplazó en las

España: proyecciones PIB (Banco de España vs. CaixaBank)

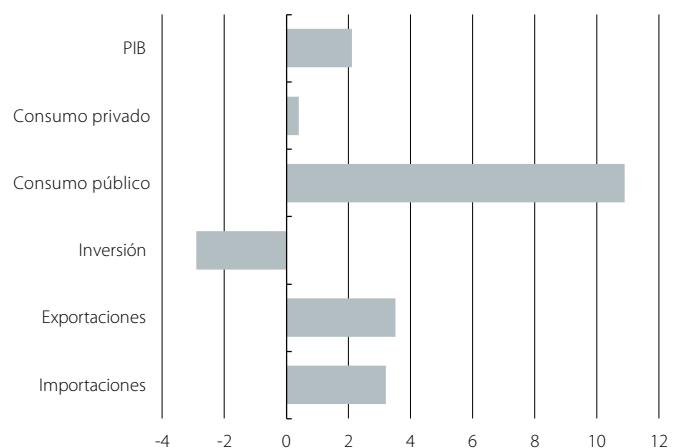
Variación interanual (%)



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

España: PIB y sus componentes

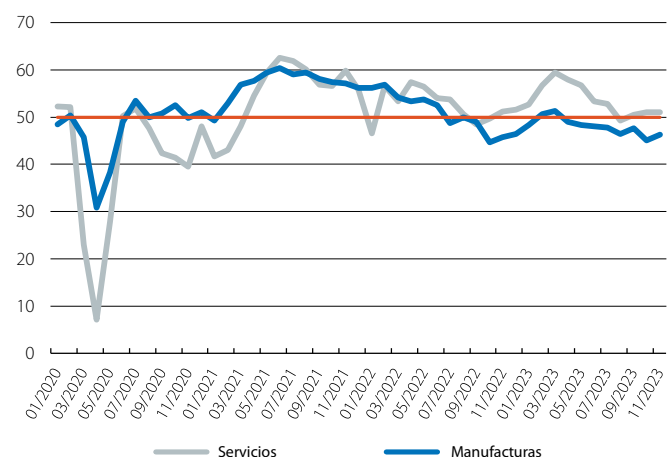
Variación en el 3T 2023 respecto al 4T 2019 (%)



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

España: PMI

Nivel



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

12.640, pero inferior al registro promedio del periodo 2014-2019. El aumento de la afiliación, corregida por el efecto estacional, ascendió a 23.287 personas, el mayor avance mensual desde mayo. En el conjunto del 4T, el aumento de los afiliados se sitúa en el 0,2% intertrimestral, ritmo similar al del 3T, lo que apuntaría a que el ritmo de crecimiento de la actividad se ha estabilizado.

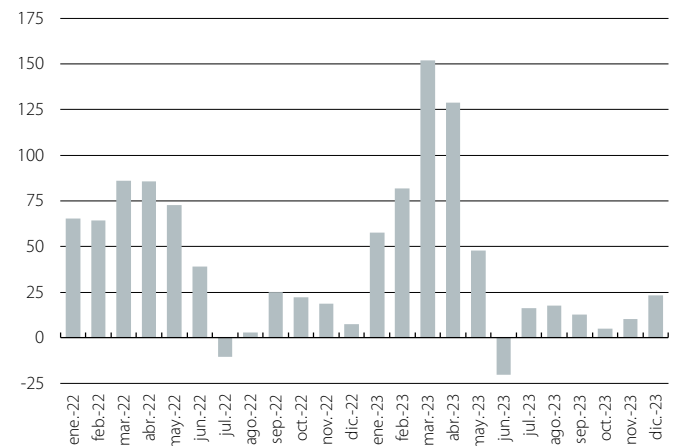
Las presiones inflacionistas siguen moderándose. Concretamente, la tasa de inflación general descendió 1 décima en diciembre y se emplazó en el 3,1%, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. En línea con la senda de moderación de la inflación de estos últimos meses, la tasa de inflación subyacente descendió en 0,7 p. p. por segundo mes consecutivo y se situó en el 3,8% interanual. Desde julio, la tasa de inflación subyacente se ha reducido de forma muy destacable, concretamente en 2,4 p. p.

El Gobierno confirma la extensión de las medidas antiinflación para 2024. A finales de diciembre, el Gobierno detalló las medidas que mantendría este año para seguir luchando contra la inflación. En este sentido, destaca el aumento del IVA de la electricidad durante todo 2024 y el del gas, hasta el 31 de marzo, hasta el 10%. Cabe recordar que este se situó en el 5% en 2023, mientras que antes de la crisis energética se emplazaba en el 21%. Por otro lado, aumentará el impuesto especial de la electricidad y el impuesto sobre el valor de la producción eléctrica de manera gradual a lo largo del año. Por lo que se refiere al IVA de los alimentos, se mantendrá hasta el 30 de junio la reducción del IVA del 4% al 0% en alimentos frescos de primera necesidad y del 10% al 5% en pastas y aceite. Finalmente, en cuanto a transportes, se extienden las ayudas generalizadas de 2023 a todo 2024. La extensión de muchas de las medidas que se pusieron en marcha en 2023 hará que el impacto sobre la inflación sea menor de lo que contemplaba el escenario de previsiones de CaixaBank Research, por lo que la inflación podría ser algo más baja de lo esperado en 2024.

El dinamismo de la renta de los hogares favorece un nuevo repunte de la tasa de ahorro. En concreto, la renta bruta disponible de los hogares creció un destacable 10,6% interanual en el 3T, mientras que el gasto en consumo final avanzó un 4,5%. Como resultado, la tasa de ahorro aumentó hasta el 11,0% (dato acumulado de cuatro trimestres), lo que supone un aumento de 1,1 p. p. respecto al 2T 2023. Además, cabe tener en cuenta que el dato se sitúa claramente por encima del promedio registrado entre 2015 y 2019 (6,8%). Todo ello hace pensar que, a pesar de los vientos en contra que afectan a muchas familias, el consumo de los hogares, en agregado, podrá seguir creciendo los próximos trimestres y se mantendrá como un importante factor de apoyo para el conjunto de la economía española.

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles) *

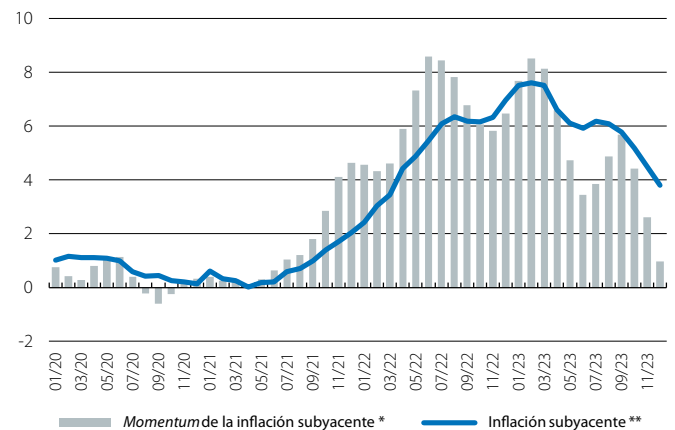


Nota: * Datos desestacionalizados.

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

España: inflación subyacente y su momentum

Variación (%)

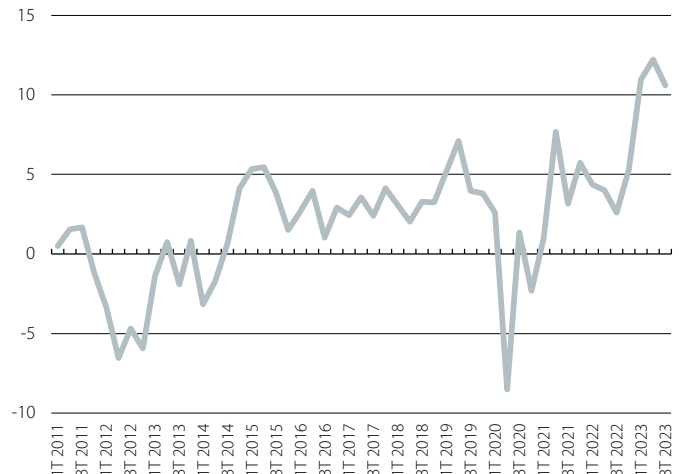


Notas: * El momentum de la inflación subyacente es la variación móvil de los últimos tres meses sobre los tres meses anteriores. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

España: renta bruta disponible de los hogares

Variación interanual (%)



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

¿Cómo se podría reducir más el paro estructural en España?

La capacidad que ha mostrado la economía española de reducir de manera sustancial la tasa de paro estructural en los últimos años ha sorprendido a propios y a extraños. Hasta hace poco, parecía imposible disminuirla de una forma tan significativa sin generar tensiones en los salarios. Sin embargo, la tasa de paro estructural (TPE), también llamada tasa de paro no aceleradora de los salarios (NAWRU, por sus siglas en inglés)¹ descendió en España 1,7 p. p. entre 2018 y 2022 hasta alcanzar el 11,0%, según estimaciones de AMECO.² Y pese a que todos los países de la UE redujeron su TPE tras el *boom* pospandémico del empleo, España junto con Portugal, Irlanda y Polonia fueron los alumnos más aventajados de la región, haciéndolo a un ritmo más rápido, alrededor de 0,5 p. p. cada año en promedio (véase el primer gráfico).

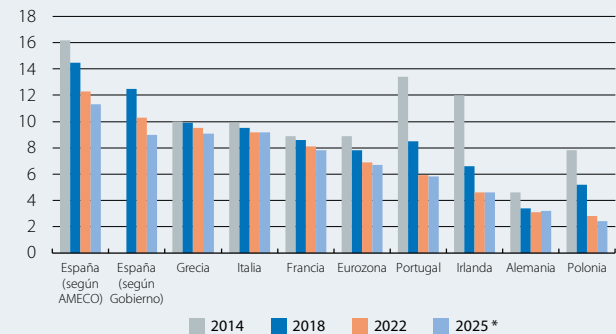
Varios factores han permitido el desarrollo positivo del paro estructural entre 2018 y 2022. En primer lugar, los programas de ajuste temporal de empleo (como los ERTE) evitaron que el paro se disparara durante la pandemia, haciendo posible que millones de trabajadores conservaran su puesto de trabajo cuando se paralizó la actividad. Estos programas habían sido introducidos en España con la reforma laboral de 2012 para incentivar la flexibilidad interna de las empresas, haciendo viable ajustar temporalmente el empleo en caso de una disminución de la demanda, y fueron adaptados para la circunstancia excepcional de la COVID-19. Tras la pandemia, el fuerte impulso de la economía al retomar la actividad favoreció una fuerte creación de empleo en todas las economías desarrolladas, entre ellas España, que hoy cuenta con 1,4 millones de afiliados más que en 2019. En segundo lugar, en el caso español la reforma laboral aprobada en 2022 ha permitido reducir la alta tasa de temporalidad del mercado laboral, al restringir la contratación temporal, pero ampliando al mismo tiempo la flexibilidad de la contratación indefinida, con lo que se han reducido las entradas y salidas del desempleo.³ Esta mayor flexibilidad se debe principalmente al mayor uso de los contratos fijos discontinuos, que permiten adaptar la naturaleza temporal de muchas ocupaciones en España, como el turismo o la agricultura, pero dotan de mayor estabilidad laboral a los trabajadores.

1. La TPE es la tasa de desempleo compatible con una inflación cercana al objetivo del banco central y por ello también se denomina tasa de desempleo no aceleradora de los precios (NAIRU). La TPE no es directamente observable y existen distintas metodologías para calcularla. Véase para más detalle Romero, M. y Fuentes, D. (2017). «Tasa de paro estructural en la economía española: estimaciones, consecuencias y recomendaciones». Cuadernos de Información Económica, ISSN, 1132-9386.

2. Según la estimación del Plan de Estabilidad 2023-2026 del Gobierno de España, la TPE se ha reducido en 2,2 p. p. entre 2018 y 2022, hasta alcanzar el 10,3%.

3. Aunque se haya reducido la temporalidad «teórica» (contractual), en la práctica persiste una alta temporalidad laboral, con cortos periodos de empleo y cambios frecuentes de empleo. Véase Conde-Ruiz, J. I. et al. (2023). «Reforming Dual Labor Markets: "Empirical" or "Contractual" Temporary Rates?». Estudios sobre la Economía Española 2023/36, FEDEA.

UE: tasa de paro estructural por países (%)



Notas: Estimaciones de tasa de paro estructural (NAWRU) realizadas por la Comisión Europea (AMECO) y por el Gobierno de España en el Plan de Estabilidad 2023-2026. * 2026 para la estimación de España por parte del Gobierno.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (AMECO) y del Gobierno de España (Plan de Estabilidad 2023-2026).

Aunque España parece estar haciendo los deberes, todavía sigue siendo el peor alumno de la UE: presenta la mayor tasa de desempleo estructural de la región (11,0% en 2022, según AMECO), por delante de Italia (9,2%) o de Grecia (9,4%). Recordemos que una alta tasa de paro estructural supone una infrautilización de la capacidad productiva de una economía, así como la exclusión laboral de una gran parte de la sociedad, por lo que combatirla es primordial. Para reducirla, se requieren mejoras en tres frentes: una mayor demanda de empleo, una mayor oferta de empleo y un mejor emparejamiento entre una y otra.

La demanda de empleo por parte de las empresas aumentaría con un mayor crecimiento económico. El conjunto de políticas para incrementar el crecimiento es amplio e incluye políticas encaminadas a las transformaciones verde y digital o a una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios.⁴ En todas ellas el sector público podría tener un papel esencial, puesto que el impulso de reformas estructurales permitiría un mayor crecimiento económico y un mayor dinamismo empresarial. Aunque las dos últimas reformas laborales mencionadas al principio sean un buen ejemplo, falta impulso reformador, como ya han recomendado a España distintas instituciones como la Comisión Europea, la OCDE o el FMI. Para poder desarrollar reformas reestructurales de manera satisfactoria, también es necesaria una buena calidad institucional,⁵ un ámbito en el que España tiene margen de mejora en varios aspectos (véase el segundo gráfico).

La oferta de empleo disponible puede aumentar si se incrementan los incentivos a trabajar para los desemplea-

4. Para una revisión exhaustiva de las políticas encaminadas a mejorar el crecimiento económico, véase OCDE (2023), «[Going for Growth: Economic Policy Reforms 2023](#)».

5. Véase Masuch, K., Modery, W. Setzer, R. y Zorrell, N. (2023). [The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness](#). BCE Blog.

dos y si se mejora la formación y empleabilidad de la población, incluida la que está inactiva en un momento dado. Diferentes estudios muestran que proveer incentivos para la vuelta al empleo aumenta la probabilidad de que esta tenga lugar.⁶ La reciente reforma del subsidio de desempleo va parcialmente encaminada en esta dirección, puesto que, a pesar de aumentar la cuantía del subsidio, esta se reduce progresivamente a medida que pasan los meses, y se compatibiliza la percepción del subsidio y la realización de un trabajo por cuenta ajena durante 180 días. La clave del éxito de la reforma serán los itinerarios de acompañamiento para ayudar a los receptores del subsidio a buscar y aceptar empleos. No hay que perder de vista que la mejora de la formación y la empleabilidad de los trabajadores es también otra manera de reducir el paro. Un ejemplo claro es la FP, una formación más ligada a las demandas del mercado laboral (lo que permite una mayor protección frente al desempleo, así como una mayor participación en el mercado laboral a lo largo de la vida laboral)⁷ pero menos desarrollada en España que en otros países, como Alemania.

Finalmente, un mejor encaje de la demanda y de la oferta posibilitaría una reducción del nivel de paro estructural. Esta disfuncionalidad del mercado laboral español se ve reflejada en el creciente número de vacantes sin cubrir, un fenómeno que se da al mismo tiempo que tenemos una tasa de paro elevada, lo que lastra la productividad y la plena utilización de la capacidad productiva. Este problema se ha ido extendiendo y no solo afecta a los perfiles más especializados. Sus causas son variadas, desde barreras económicas y culturales a la movilidad geográfica hasta deficiencias en la información de la disponibilidad de puestos de trabajo. En este sentido, las políticas activas de empleo tienen un papel importante, puesto que acompañan a los parados en la búsqueda de empleo y en la formación en habilidades demandadas en el mercado de trabajo. En España, sin embargo, el peso del gasto en políticas activas de empleo es bajo, tanto en términos absolutos como en proporción al de las políticas pasivas (véase el tercer gráfico). Asimismo, en la actualidad solo una pequeña proporción de los desempleados consiguen trabajo a través de los servicios públicos de empleo, por lo que sería útil mejorar la eficiencia de las políticas activas,⁸ con un mayor énfasis en el apoyo personalizado a los demandantes de empleo (por ejemplo, con un perfilado estadístico, con modelos predictivos de ofertas laborales que se ajusten al perfil de empleado, etc.). El problema no solo existe en España: un país vecino como Francia está reforzando exhaustivamente los servicios de acompañamiento de los desempleados. En la reciente reforma laboral aprobada con el objetivo de

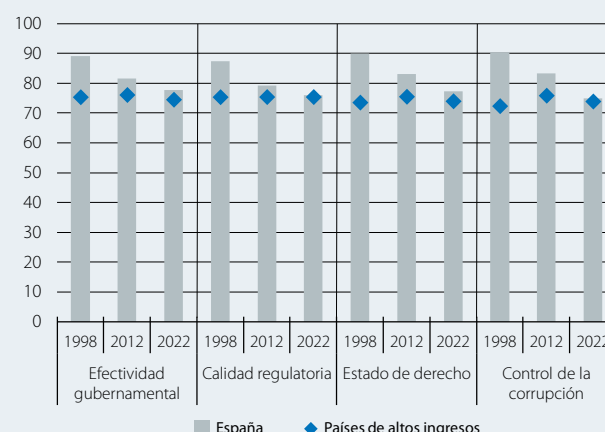
6. Martínez Jorge, Á. (2023), «¿Qué sabemos sobre los efectos de modificar las prestaciones y los subsidios por desempleo en España?». EsadeEcon Pol Policy Reaction.

7. A este respecto, véase el análisis de CaixaBank Dualiza en su último «Informe 2023 - Observatorio de la Formación Profesional en España».

8. Véase OCDE (2023). «OECD Economic Surveys: Spain 2023». OECD Publishing, París.

España: calidad institucional

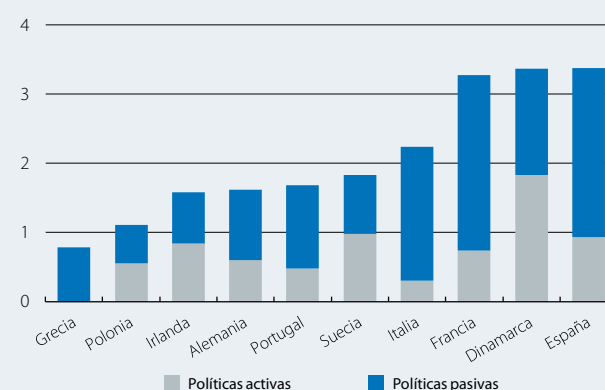
Rango de percentil



Notas: El rango de percentil indica el porcentaje de países de todo el mundo que se sitúan en una categoría inferior de la entidad territorial escogida, siendo 0 el valor más bajo y 100 el más alto. Los países de altos ingresos corresponden al promedio de los países de la OCDE con renta bruta per cápita superior a 13.206 dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial (World Bank Worldwide Governance Indicators).

Gasto en políticas de empleo activas y pasivas (% del PIB)



Nota: Gasto promedio realizado en 2019-2020 en porcentaje del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (OECD Economic Surveys: Spain 2023-Database on labour market programmes).

conseguir el pleno empleo,⁹ uno de los cambios clave consiste en que los desempleados lleven a cabo al menos 15 horas semanales de actividades dedicadas a la reinserción laboral. Por otro lado, la necesidad de un mejor ajuste entre la demanda y la oferta de empleo en España también se observa en la alta tasa de sobrecualificación, muy superior a la de los países de nuestro entorno.¹⁰

Como hemos visto, reducir el paro estructural no es tarea fácil y requiere la activación de varias palancas. Acercarse al pleno empleo es un hito que debería generar consenso y que significaría una gran mejora social, al reducir la exclusión laboral de gran parte de la sociedad.

Josep Mestres Domènech

9. Véase [Loi du 18 décembre 2023 pour le plein emploi](#).

10. Para más información acerca de la sobrecualificación en España, véase el Focus «Cambios en el nivel educativo de los ocupados españoles» en este mismo Informe Mensual.

Cambios en el nivel educativo de los ocupados españoles

Uno de los aspectos más positivos del comportamiento de la economía española está siendo la fortaleza del mercado laboral: el volumen de ocupación supera (dato del 3T 2023) el nivel prepandemia (4T 2019) en 1,3 millones (un 6,5%). En este Focus analizamos cómo se ha comportado la creación de empleo en este periodo en función del sector de actividad, nivel educativo de los ocupados y categorías profesionales, que ha reflejado el progresivo cambio en los perfiles de las ocupaciones demandadas por las empresas, motivados, principalmente, por la generalización de las nuevas tecnologías y la digitalización de la economía.

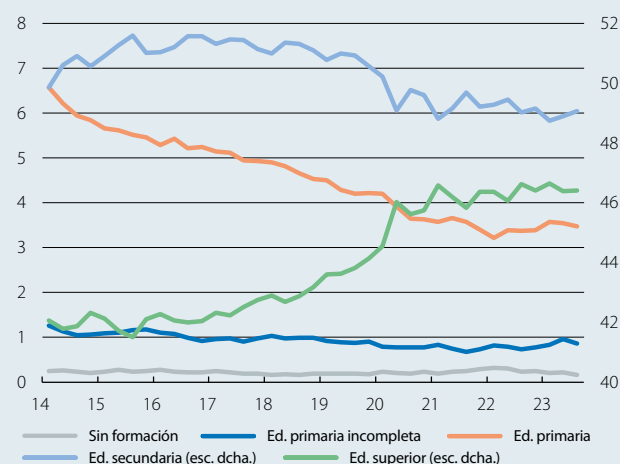
Dentro del buen comportamiento del empleo tras la pandemia, destacan las actividades profesionales, científicas y técnicas y de información y comunicaciones; son actividades, en general, con mayor contenido tecnológico y una mano de obra más cualificada, que han aportado cerca del 26% del empleo creado (unos 334.000 trabajadores), cuando su peso sobre el volumen total es del 9,3% (8,2% antes de la pandemia). También destacan las actividades sanitarias y de servicios sociales, que, por efecto de la pandemia (y también del envejecimiento), han aumentado su empleo respecto al cierre de 2019 en casi 295.000 personas, hasta representar el 9,6% del total de ocupados (8,7% en 2019). Por el contrario, se ha destruido empleo, sobre todo en distribución y depuración de agua (-13.000 ocupados), artes gráficas (-32.000) y, en especial, el sector agropecuario (-92.000).

Asimismo, el número de trabajadores con mayor nivel educativo ha crecido muy por encima del resto: los ocupados con educación superior (formación profesional de grado superior y títulos universitarios) han crecido casi el doble que la media, un 12,0%. De este modo, el 46,4% de los ocupados españoles tiene estudios superiores, 2,3 puntos más que antes de la crisis pandémica y significativamente por encima de la media de la eurozona (39,0%). Del aumento del empleo en el periodo (1,3 millones), el 81,4% (casi 1,1 millones) son trabajadores con educación superior, mientras que los trabajadores con secundaria han crecido en 340.000 y aquellos con educación primaria o inferior se han reducido en 98.000.

Atendiendo a la nacionalidad de los ocupados, el peso de los trabajadores extranjeros o con doble nacionalidad con formación superior sobre el total de ocupados con formación superior ha crecido ligeramente desde 2019 (11,9% vs. 10,8%). Del aumento de los ocupados extranjeros desde finales de 2019 (816.000), el 27,8% tenían formación superior y el 61,6% secundaria (el 10,5% restante, primaria o inferior).

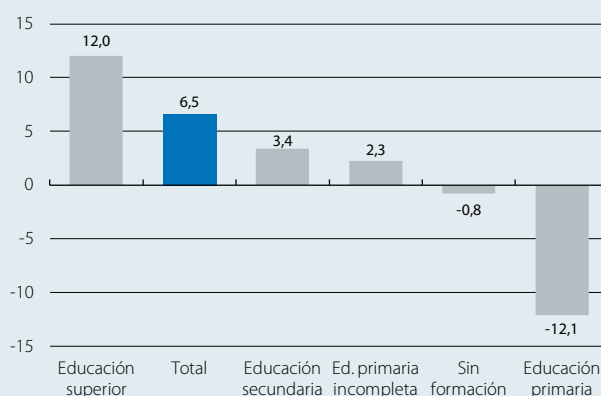
Sin embargo, pese al aumento del porcentaje de ocupados con titulación superior, España tiene la mayor tasa de

España: ocupados por nivel de formación (% sobre el total)



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

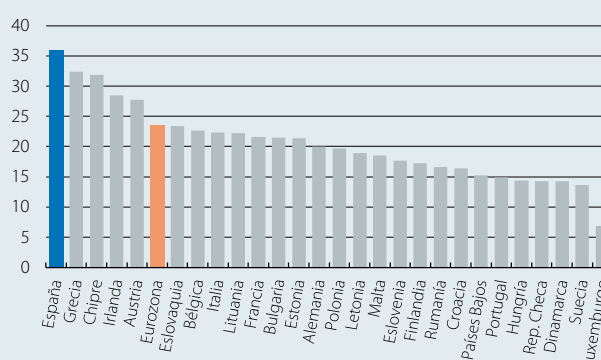
España: ocupados por nivel de formación Variación desde el 4T 2019 (%)



Nota: Dato del 3T 2023.

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

UE: tasa de sobrecualificación (%)



Notas: Dato de 2022. Ocupados de 20 a 64 años con titulación superior (educación terciaria) que no trabajan en ocupaciones asociadas a priori con dicha titulación (directivos, científicos, intelectuales y técnicos).

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

sobrecualificación de Europa, reflejo del fuerte desajuste entre los perfiles demandados por las empresas y los ofrecidos por los trabajadores: el 35,9% de ocupados con dicha titulación no trabajan en ocupaciones asociadas *a priori* con las titulaciones universitarias (dato de 2022), frente al 23,5% en la eurozona.¹ Pero la sobrecualificación no solo afecta a los trabajadores de mayor formación: una cuarta parte de los que cuentan con enseñanza secundaria superior (formación profesional de segunda etapa y bachillerato) trabajan en ocupaciones que requieren menor cualificación, lo que puede estar relacionado con un efecto *crowding out*:² los titulados superiores desplazan a los trabajadores con educación secundaria hacia ocupaciones más básicas.

El problema de la sobrecualificación afecta aún con mayor intensidad a la población inmigrante, un fenómeno generalizado en la UE y en el caso de España más marcado: el 52,2% de los trabajadores extranjeros en nuestro país están sobrecualificados, según la definición de Eurostat, frente al 34,5% en el caso de los trabajadores españoles (los porcentajes para la eurozona son del 36,6% para los foráneos y del 22,4% para los nacionales).

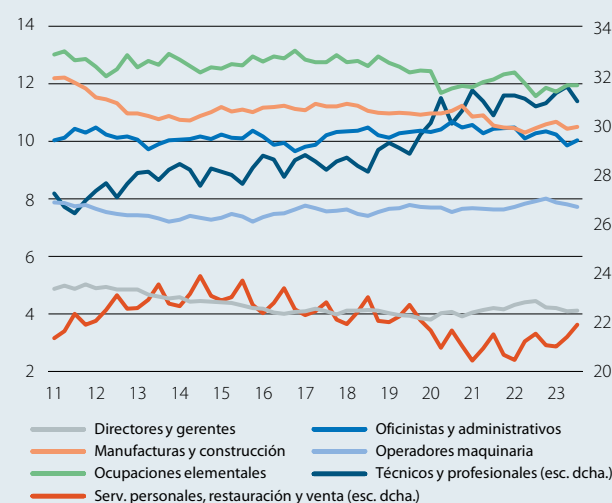
Atendiendo a la categoría ocupacional de los trabajadores, los empleos que, en principio, requieren más cualificación (directores, gerentes, técnicos y profesionales) han anotado tasas de crecimiento de doble dígito y aumentado su peso sobre el total casi 2 puntos, hasta el 35,2%; los operadores de instalaciones y maquinaria también crecen por encima de la media (6,6%) y mantienen su peso en el 7,8% del total. Por el contrario, las ocupaciones en las que menos ha crecido el empleo son, principalmente, de cualificación media-baja: los empleados terciarios (servicios personales, de restauración o venta) crecen un 5,6% hasta el 21,9% del total, 3 décimas menos que antes de la pandemia; los empleados administrativos crecen un 3,1% y suponen un 10,1% del total (vs. 10,4%); los trabajadores de la industria manufacturera y la construcción crecen un 2,4% hasta el 10,6% (vs. 11,0%), y las ocupaciones elementales apenas crecen un 2,1% hasta el 12,0% (vs. 12,5%).

De lo anteriormente comentado se desprende que, tanto en términos absolutos como relativos, la brecha entre trabajadores más cualificados (que han aumentado en casi 1,1 millones y 2,3 puntos de peso) y trabajadores en aquellas ocupaciones en teoría más cualificadas, con independencia de su nivel de estudios (783.000 personas y 1,7 puntos más), se ha ampliado, lo que muestra o bien un exceso de oferta de trabajadores cualificados en determinados perfiles laborales o una falta de adecuación de la oferta a las cualificaciones demandadas por las empresas en dichas ocupaciones.

1. Este porcentaje se ha reducido ligeramente respecto al promedio de 2014-2019 (36,8%).

2. Véase FEDEA (2023). «Observatorio Trimestral del Mercado de Trabajo». Boletín número 6, septiembre.

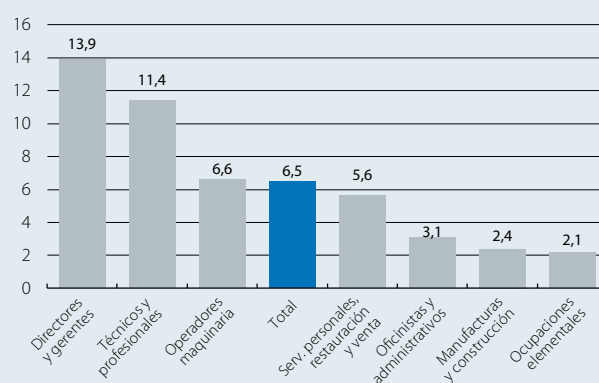
España: ocupados por categorías ocupacionales (% sobre el total)



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

España: ocupados por categorías ocupacionales

Variación desde el 4T 2019 (%)



Nota: Dato del 3T 2023.

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

En definitiva, el nivel educativo de la población es un factor determinante de la productividad y el empleo. En un país con elevados desajustes educativos, reflejados en las dificultades de las empresas para encontrar los perfiles adecuados para cubrir las vacantes existentes, y con el hándicap añadido del envejecimiento demográfico, que limita el crecimiento de la población activa complicando la búsqueda de talento,³ hay que seguir insistiendo en la necesidad de fomentar la inversión en capital humano y en adaptar el sistema educativo a las nuevas competencias demandadas por el mercado, de forma que aumente el aprovechamiento de la formación en capital humano.

Sergio Díaz Valverde

3. Véase SEPE (2023). «Desajuste educativo en el mercado de trabajo en España», Revista Cuadernos del Mercado de Trabajo, octubre; y Randstad Research (2023): «El mundo del empleo tras dos años de pandemia».

La importancia de los costes intermedios en las dinámicas de la inflación en España

Las fases del ciclo inflacionista reciente

El ciclo inflacionario que la economía española está atravesando desde principios de 2022 se puede caracterizar en tres fases: el impacto directo, el efecto contagio y los efectos de segunda ronda. El impacto directo tuvo origen en un *shock* de oferta que se originó con los problemas de suministros a raíz de la pandemia a principios de 2021 y se agudizó en 2022 con la crisis energética derivada de la guerra de Ucrania.

El efecto indirecto o contagio se produce con el traslado del *shock* inicial a otras partidas de la cesta de consumo. La energía es un insumo clave para otros productos, con lo que un incremento en los precios de la energía puede acabar repercutiendo en otras partidas si se traslada al precio final del producto. Como podemos observar en el primer gráfico, si bien la contribución de la energía a la inflación general ha sido negativa en el último año, el impacto de su encarecimiento aún persiste a través del efecto indirecto en el resto de las partidas.

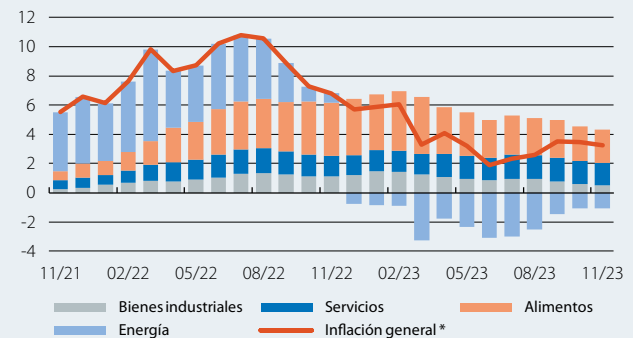
Por último, los efectos de segunda ronda se suelen activar para intentar compensar la pérdida de poder adquisitivo. Si los agentes prevén un aumento sostenido de la inflación en el tiempo, las presiones para incrementar los salarios aumentan con tal de proteger la capacidad adquisitiva de los trabajadores y las empresas elevan sus márgenes para proteger sus beneficios. Estas dinámicas pueden, a su vez, generar una nueva fuente de presión al alza sobre los precios, alimentando una espiral inflacionista. En la coyuntura actual, no apreciamos de momento efectos de segunda ronda de calado: según los datos internos de CaixaBank, el crecimiento de los salarios tocó techo en el 2T y el 3T 2023 con unas tasas de crecimiento superiores al 4% interanual y, desde noviembre, se observan los primeros indicios de moderación (3,5% interanual). Por su parte, tras caer con fuerza durante la pandemia, los márgenes empresariales apenas han recuperado su nivel prepandemia.¹

El papel de los costes intermedios

Contener el desencadenamiento de los efectos de segunda ronda es clave para asegurar la estabilidad de precios. En este sentido, la evolución de los costes intermedios es determinante. Concretamente, el precio final de los bienes y servicios que consumimos es el resultado de la suma de los siguientes componentes: el precio de los consumos intermedios necesarios para su producción, la remuneración del trabajo, los impuestos y el beneficio empresarial (también llamado excedente bruto de explotación, EBE).

1. Véase el informe trimestral del [Observatorio de Márgenes Empresariales \(OME\)](#).

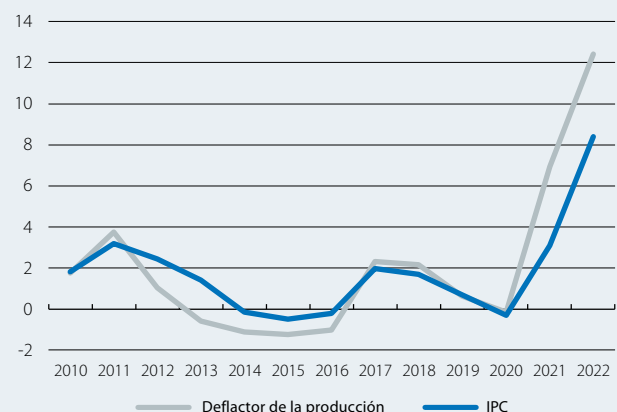
España: contribución a la inflación por componentes (p.p.)



Nota: * Variación interanual.

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

España: deflactor de la producción nacional vs. IPC Variación interanual (%)



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

El peso de los consumos intermedios en el precio final fue del 49% en promedio del periodo 2014-2019.

La suma de costes intermedios, remuneración del trabajo, impuestos y EBE es lo que denominamos la producción nacional.² Al deflactar esta serie, obtenemos una medida de la evolución de precios general, que como vemos en el segundo gráfico presenta un comportamiento similar al del IPC. Ello permite obtener una aproximación del papel de cada uno de los componentes en la evolución del IPC.³

Tal y como vemos en el tercer gráfico, gran parte del aumento de precios en el 2021 y el 2022 vino dado por un sustan-

2. La producción nacional también se puede definir como el PIB más los costes intermedios menos los impuestos netos sobre los productos.

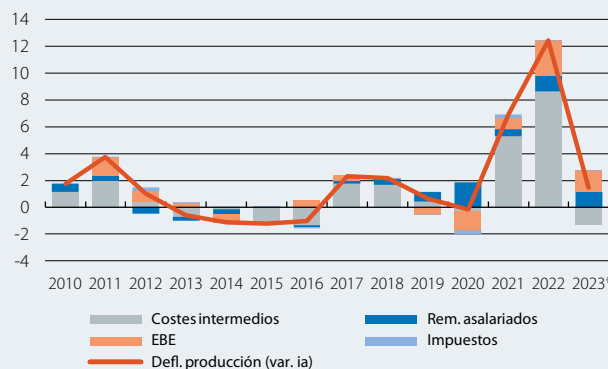
3. La evolución no es la misma porque, entre otras razones, la cesta de productos y servicios que entran en el IPC no coincide con la de la producción nacional.

cial aumento de la contribución de los costes intermedios, muy relacionado con el fuerte encarecimiento de la energía. Sin embargo, la acusada moderación del precio de los consumos intermedios en el 2023 ha permitido compatibilizar un menor crecimiento de los precios junto con un mayor crecimiento de salarios y beneficios empresariales.

De cara al 2024 prevemos una evolución modesta de los costes intermedios. En los tres primeros trimestres de 2023, los precios de los costes intermedios crecieron un 1,1% respecto a los tres primeros trimestres del 2022, muy por debajo del crecimiento del 20,3% anual del 2022, y la reciente moderación del precio de la energía no hace prever un cambio de tendencia. Así, en 2024 todo apunta a que los costes intermedios seguirán creciendo por debajo del 2%, lo que debería hacer compatible una gradual recuperación del poder adquisitivo de los salarios con la convergencia de la inflación hacia el objetivo del 2%.

Oriol Carreras Baquer y Zoel Martín Vilató

España: contribución al deflactor de la producción nacional (p.p.)



Nota: * 2023 corresponde a los tres primeros trimestres del año, por el que ya se dispone de datos.

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

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

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	10/23	11/23	12/23
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	4,5	3,1	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	-1,2	-3,5	...	...
Saldo corriente	9,3	8,2	8,2	22,1	28,2	35,2	37,8	...	...
Bienes y servicios	11,8	16,3	16,3	31,6	42,8	54,6	57,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-8,1	-8,1	-9,5	-14,6	-19,4	-19,3	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	20,1	20,7	20,7	36,3	42,1	49,4	52,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	-0,3	0,0	...	...
A la vista y ahorro	10,3	7,9	5,0	0,3	-4,0	-6,9	-7,7	-7,8	-15,0
A plazo y preaviso	-24,4	-19,7	-7,3	7,7	40,1	69,5	79,5	89,4	155,0
Depósitos de AA. PP.	15,5	9,6	-3,2	7,4	6,8	11,3	14,2	13,6	11,0
TOTAL	6,7	5,2	3,2	2,1	0,8	0,5	0,9	...	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,3	0,7	0,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,9	-3,8	-3,3
Empresas no financieras	1,1	0,9	0,9	-1,0	-2,7	-4,6	-5,6	-5,6	-4,7
Hogares - viviendas	0,2	1,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,4	-3,5
Hogares - otras finalidades	-1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-1,1	0,0	0,7
Administraciones públicas	15,3	0,2	-1,1	-0,2	-3,3	-4,6	-5,9	-7,1	-1,0
TOTAL	1,1	0,7	0,4	-0,9	-2,3	-3,4	-4,0	-4,0	-3,2
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.

Buenas señales de la economía portuguesa en el tramo final de 2023

En el tramo final de 2023, los indicadores de actividad mostraron una tendencia de recuperación tras la pérdida de empuje sufrida en el 3T. Así, el indicador de actividad diaria anotó un creciente dinamismo a lo largo de diciembre, de forma que en el conjunto del 4T el crecimiento interanual superó el 6%, frente al 2% del 3T. Los indicadores de consumo también tomaron impulso a finales de año: las ventas al por menor, sin incluir carburantes, aumentaron un 2,3% en noviembre y las ventas de automóviles se aceleraron en diciembre, contribuyendo a un avance del 7,9% interanual en el conjunto del 4T. Este comportamiento vino acompañado de una mejora del sentimiento de los hogares gracias al impacto en el poder adquisitivo de la fuerte corrección de la inflación, que en diciembre descendió al 1,4%.

Asimismo, el sector turístico, atendiendo al número de vuelos y las compras realizadas con tarjetas de no residente, mostró una evolución favorable en el último trimestre del año. El número de vuelos creció un 7,2% interanual en el 4T y el gasto en tarjetas se aceleró en octubre y noviembre respecto al 3T, lo que sugiere que el sector seguirá contribuyendo a reforzar la capacidad de financiación de la economía frente al exterior, que en el 3T alcanzó el 2,7% del PIB, el nivel más alto desde 2013.

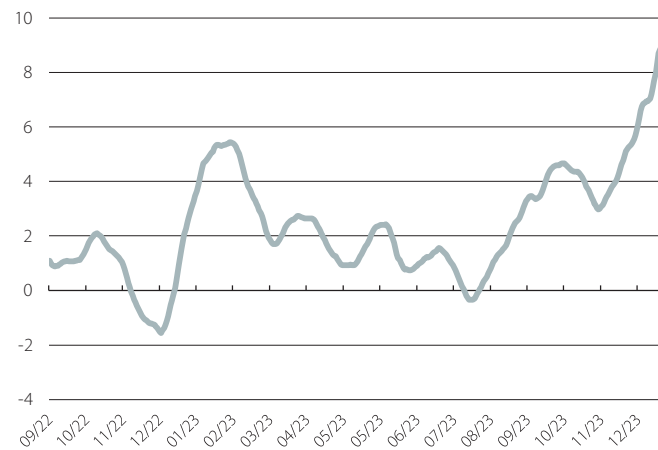
Estos datos apuntarían que en el 4T el PIB podría haber crecido en torno al 0,3% intertrimestral.

Las cuentas públicas mantienen una evolución favorable y la ejecución presupuestaria hasta noviembre registra un superávit del 2,7% del PIB (excluida la transferencia del Fondo de Pensiones de la CGD a la CGA), gracias al notable avance de los ingresos (+10,4% interanual), muy superior al de los gastos (+5,8%). A su vez, la deuda pública cayó en noviembre por cuarto mes consecutivo y alcanzó el nivel más bajo desde noviembre de 2020, el 102% del PIB, por debajo de lo esperado por el Gobierno para el fin de año (103%).

El mercado de la vivienda se mantiene pujante y los datos del 3T 2023 prolongan la apreciación del índice de precios de la vivienda (IPV), con un avance del 1,8% intertrimestral y un 7,8% interanual, si bien a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. Las transacciones también aumentaron (+2%), impulsadas por el crecimiento de las ventas de inmuebles nuevos (+12%), mientras que las compraventas de viviendas usadas anotaron un ligero descenso (-1%).

Pese al buen tono de la actividad, el mercado laboral muestra un progresivo debilitamiento. El desempleo registrado en las oficinas de empleo aumentó en noviembre por quinto mes consecutivo (+5,3% interanual) y alcanzó el nivel más alto desde febrero de 2023. Este aumento mensual del desempleo se debió principalmente a dos sectores, alojamiento y restauración y servicios inmobiliarios, administrativos y de apoyo. Del mismo modo, las cifras de despidos siguen sorprendiendo negativamente: +51% en noviembre, y si bien no alcanza un nivel significativo (representa en torno al 0,3% de la población ocupada), no deja de ser una señal de alarma. En la misma línea, el número de prestaciones por desempleo aumentó un 3,9% en noviembre (+8,1% interanual).

Portugal: indicador diario de actividad * Variación interanual (%)

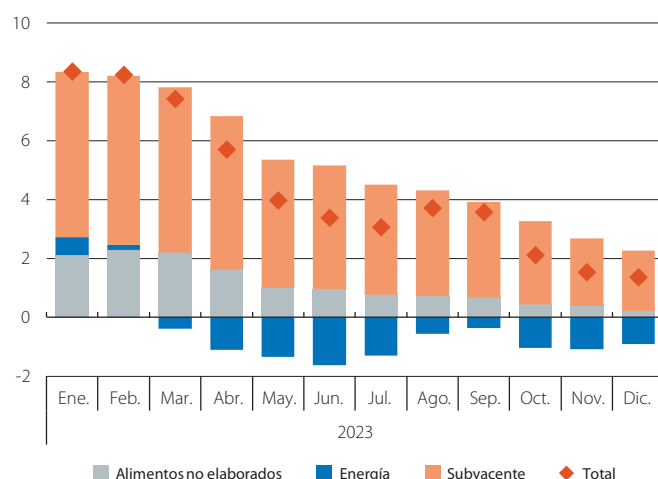


Nota: * Media móvil mensual.

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

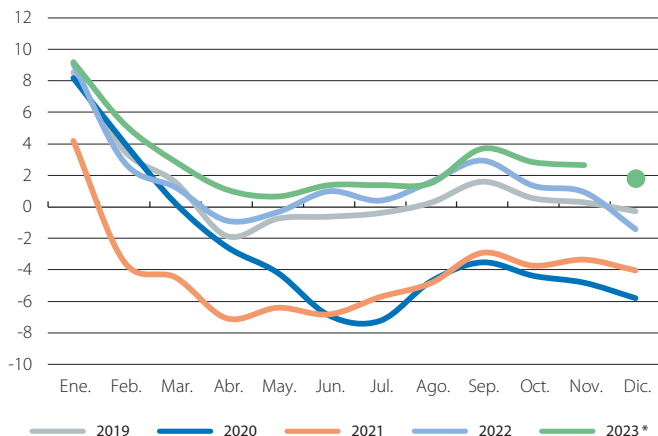
Portugal: IPC

Contribución a la variación interanual (%)



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

Portugal: saldo presupuestario * (% del PIB)



Notas: * Corregida la transferencia del Fondo de Pensiones de la Caixa Geral de Depósitos (CGD) a la Caixa Geral de Aposentações (CGA). El punto representa la estimación del Gobierno para finales de año.

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

El turismo en Portugal en la temporada alta de 2023

En los tres años previos a la pandemia, las pernoctaciones del 3T representaron una media cercana al 40% de las pernoctaciones anuales. Por lo tanto, que el turismo supere o no los niveles prepandemia en 2023 depende en gran medida del desempeño en este periodo.

Atendiendo al número de huéspedes alojados en establecimientos turísticos, en septiembre de 2023 ya se había superado holgadamente el nivel prepandemia, tanto para los turistas residentes como para los no residentes (véase el primer gráfico). Hubo más de 23 millones de turistas, lo que sitúa la previsión de CaixaBank Research para el conjunto de 2023 (29,8 millones de huéspedes, un 12% por encima del nivel de 2019) en un nivel perfectamente alcanzable, siempre y cuando el desempeño en el último trimestre esté en línea con lo ocurrido en 2022.

Centrándonos en el 3T 2023, en agosto se registró un récord de pernoctaciones en hoteles que superó los 10 millones en el mes. Este comportamiento se debió a las elevadas tasas de crecimiento de los turistas extranjeros, entre los que destacaron los procedentes de EE. UU. (+62% respecto al 3T 2019), Canadá (+49%) y Suiza (+27%). A pesar de ello, si comparamos las cifras con las del mismo periodo de 2022, no podemos ser optimistas en todos los ámbitos; en particular, en lo que respecta al turismo residente, teniendo en cuenta que su número se estancó respecto al año anterior y, de hecho, las pernoctaciones cayeron un 4%.

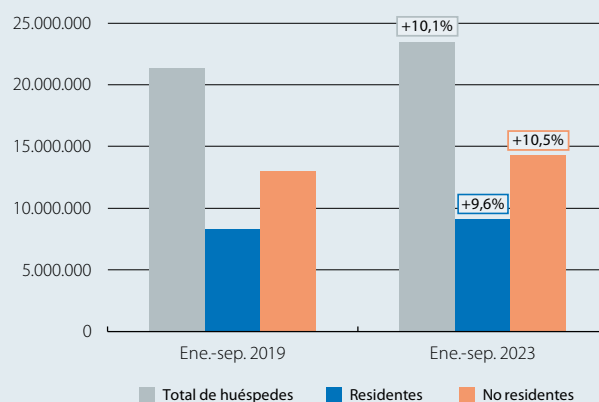
No obstante, hay que tener en cuenta que se ha producido un cierto efecto base en las cifras de turismo residente del 3T 2023 que, a diferencia del turismo extranjero, ya había superado los niveles prepandemia un año antes, por lo que no es extraño que presente tasas de crecimiento inferiores. Además, las pernoctaciones de residentes siguen siendo superiores a las de antes de la pandemia (un 6%), por lo tanto, en niveles elevados.

Viendo el detalle por regiones de esta caída de las pernoctaciones de residentes respecto al 3T 2022, se observa que no fue homogénea en todas las regiones del país (véase el tercer gráfico); es el descenso de las pernoctaciones en el Algarve lo que explica casi el 90% del descenso. Hay varios factores detrás de este comportamiento. Por un lado, se prolonga el auge del turismo rural, que sigue creciendo y consolidándose tras el impulso recibido con la pandemia, en un momento en el que se buscaba un mayor aislamiento social. Esto parece corroborarse con el hecho de que los ingresos por este tipo de alojamiento aumentaron en el 3T 2023 respecto al 3T 2022, y las regiones donde aumentaron las pernoctaciones tienen un mayor protagonismo de este turismo.

Además, este comportamiento refleja una reorientación de los turistas hacia opciones más baratas o, en algunos

Portugal: número de huéspedes

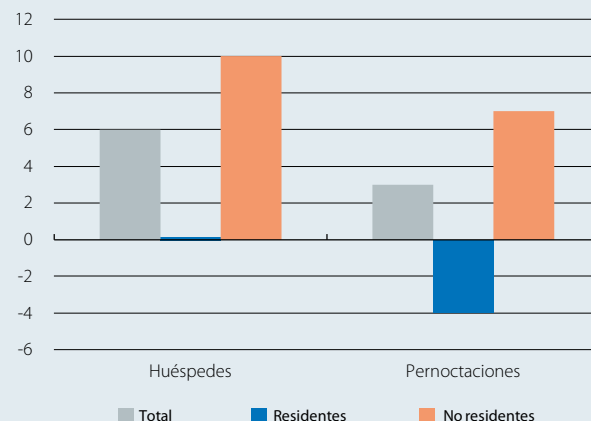
Comparación 2023 vs. 2019



Nota: Datos acumulados en los nueve primeros meses de cada año.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

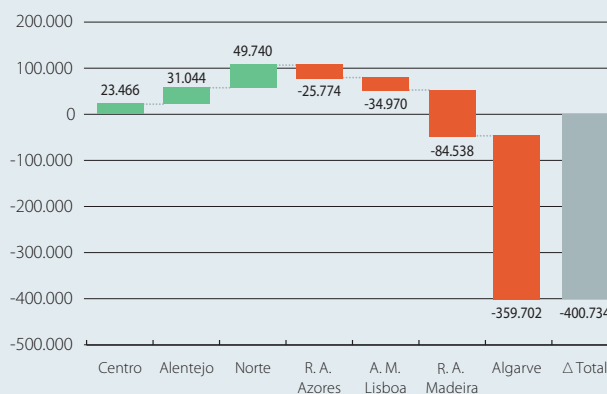
Portugal: huéspedes y pernoctaciones

Variación 3T 2023 vs. 3T 2022 (%)



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

Portugal: variación anual en el 3T 2023 de las pernoctaciones de residentes por región de destino



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

casos, reduciendo la duración de la estancia. Así el RevPar¹ (64,8 euros en el 3T 2023) de las regiones donde las pernoctaciones crecieron es significativamente inferior al RevPar de las regiones donde las pernoctaciones cayeron (109,6 euros). En el caso de la región del Algarve, que registró en agosto de 2023 el RevPar más alto de todas las regiones (157,9 euros)² es donde más se redujeron las pernoctaciones de los residentes, ya que los operadores hoteleros optaron por posicionarse en el turismo extranjero y en segmentos superiores.

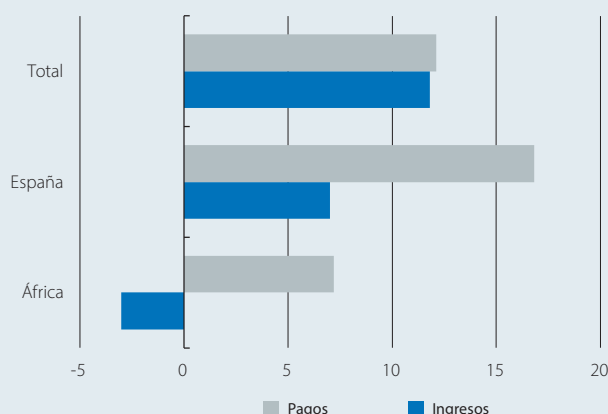
Detrás del débil comportamiento del turismo residente, también se encuentra el desvío hacia destinos en el extranjero, lo que puede apreciarse en los datos de la balanza de pagos de viajes y turismo. El crecimiento global de los pagos al exterior de dicha partida ascendió en el 3T 2022 al 12,1%, destacando especialmente el fuerte avance de los realizados a España.

Pese a la falta de empuje del turismo nacional, el balance de la temporada turística para el sector resultó muy positivo. Los ingresos totales de los establecimientos de alojamiento turístico en el 3T 2023 fueron un 30% superiores, en términos reales, a los del mismo trimestre de 2019 (véase el último gráfico) y un 13% superiores a los del mismo trimestre de 2022.

Para 2024 esperamos que el sector siga la senda de crecimiento, si bien a un menor ritmo, condicionado, entre otros motivos, por la desaceleración de la actividad económica en los principales países emisores.

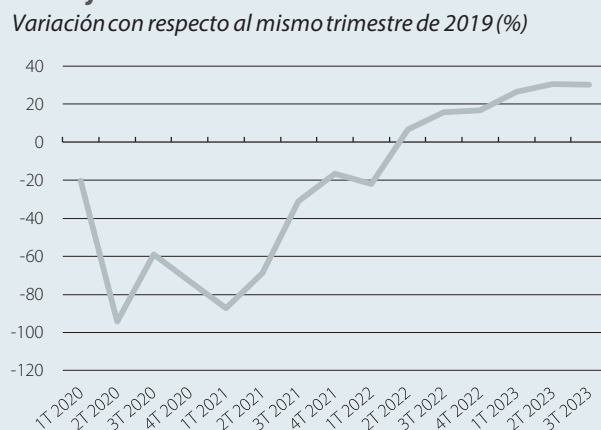
Tiago Belejo Correia

Portugal: balanza de pagos de viajes y turismo Variación 3T 2023 vs. 3T 2022 (%)



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

Portugal: ingresos en los establecimientos de alojamiento turístico Variación con respecto al mismo trimestre de 2019 (%)



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

1. RevPar (*revenue per available room*) o ingreso por habitación disponible, se calcula como el porcentaje de habitaciones ocupadas por la tarifa media diaria (ADR, por sus siglas en inglés).

2. El RevPar medio entre junio y agosto en el Algarve fue de 124,7 euros (92,8 euros en el total del país) con un avance del 5% interanual. En Europa, el RevPar medio para el mismo periodo del año fue de 117 euros (datos de la web especializada airdna.co). La tasa de ocupación en Portugal fue la más alta de Europa en verano, también según AirDNA.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	10/23	11/23	12/23
Índice coincidente de actividad	3,6	5,8	3,7	3,7	3,4	...	2,9	2,6	...
Industria									
Índice de producción industrial	4,5	0,4	1,0	-5,0	-4,6	...	-1,1	-1,1	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-5,3	-3,4	-5,0	-5,6	-9,4	-9,5	-10,2	-9,1	-9,2
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	13,5	6,2	9,3	0,5	7,5	...	4,6	...	...
Compraventa de viviendas	20,5	1,3	-20,8	-22,9	-18,9	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,6	13,8	12,9	9,1	8,1	...	8,2	5,6	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	117,2	52,6	24,9	...	22,1	21,1	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	0,1	15,1	11,1	13,4	5,8	-0,2	-0,8	-1,0	1,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,9	4,8	1,7	3,0	1,5	...	0,7	2,3	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,9	3,9	2,1	2,8	2,7	...	2,1	1,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-35,1	-29,4	-22,8	-27,2	-25,1	-28,2	-28,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,2	2,3	1,4	2,8	2,2	...	1,1	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,7	6,2	7,2	6,1	6,1	...	6,7	...	...
PIB	5,7	6,8	2,5	2,6	1,9	...	-	-	-

Precios

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	10/23	11/23	12/23
General	1,3	7,8	8,0	4,4	3,5	1,8	2,1	1,5	1,4
Subyacente	0,8	5,6	7,1	5,7	4,4	3,2	3,5	2,9	2,6

Sector exterior

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

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

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

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

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., 2024

© Banco BPI, 2024

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

