

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes

Enero 2023

Las perspectivas económicas mejoran

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Las presiones inflacionistas remiten en la eurozona y los indicadores de actividad y sentimiento económico mejoran. El índice de sentimiento económico (ISE) de la Comisión Europea y los indicadores de actividad PMI sorprendieron positivamente y volvieron a subir en diciembre. Así, la probabilidad de que el PIB retrocediera en el 4T 2022 se ha reducido y los principales indicadores adelantados apuntan ahora a un estancamiento. Por su parte, la inflación general retrocedió 0,9 p. p. en diciembre, hasta el 9,2%, gracias a un menor crecimiento de los precios energéticos (+25,7% interanual, frente a un 34,9% en noviembre), mientras que la inflación núcleo aumentó 0,2 p. p., hasta el 5,2%.

El BCE se viste de halcón. El BCE endureció de forma significativa su discurso tras su reunión de diciembre. A pesar de que moderó el ritmo de subidas en los tipos oficiales, esta vez la subida fue de 0,50 p. b. en vez de 0,75 p. b. (el tipo refi se emplazó en el 2,5%), la institución sorprendió al señalar que serán necesarios incrementos adicionales, en magnitudes significativas y a un ritmo sostenido. Christine Lagarde especificó que el tipo de referencia puede llegar a situarse por

encima del 3,5%. Asimismo, el BCE se ha comprometido a reducir la cartera de bonos que durante los últimos años ha comprado bajo el programa APP. Ello, junto con los vencimientos y pagos anticipados de los préstamos TLTRO, implicará una reducción importante del tamaño del balance durante los próximos trimestres. Estos anuncios han conllevado una notable revisión al alza de las expectativas de tipos.

La Fed también apunta a más subidas, pero los inversores lo ponen en duda.

La Reserva Federal subió los tipos de interés oficiales en 50 p. b. hasta el 4,50% y anunció más subidas durante 2023. En concreto, la mayoría de los miembros del FOMC estiman que será necesario subir los tipos oficiales 75 p. b. más, hasta el 5,25%, una cota ligeramente superior a la esperada en septiembre y mucho mayor que lo previsto hace apenas un año. El anuncio fue coherente con lo telegrafiado en los mensajes de los miembros del FOMC durante las últimas semanas y no alteró significativamente las expectativas de los inversores en cuanto a la evolución de los tipos oficiales.

Los precios de la energía se moderan. Al contrario de lo ocurrido durante gran parte del pasado año, los precios de la energía han descendido de forma notable durante las últimas semanas. El precio del gas natural europeo se abarató hasta situarse cerca de los niveles de 2021, gracias a unas temperaturas más suaves de lo previsto y al elevado nivel de reservas de gas en Europa, lo cual disipa los riesgos de racionamiento este año. Adicionalmente, en diciembre la UE acordó el establecimiento de un tope al precio del gas, que se activará si, al menos durante tres sesiones consecutivas, el precio del gas (TTF holandés) supera los 180 euros el MWh y si el diferencial respecto a una cesta internacional de precios de gas natural licuado rebasa los 35 euros. Por su parte, el precio del petróleo Brent descendió en los primeros compases de enero hasta los 80 dólares por barril, como consecuencia de la combinación del aumento de la producción en EE. UU. y Nigeria, y las dudas sobre el posible debilitamiento de la demanda ante el incremento de los contagios por COVID en China.

Los indicadores disponibles para la economía española se muestran más resilientes de lo previsto. El empleo siguió creciendo a un ritmo nada desdeñable en el conjunto del trimestre (0,6% t/t, afiliados netos de ERTE) y ya se encuentra cerca de un 5% por encima del nivel prepandemia. Además, la tasa de

temporalidad sigue reduciéndose (se sitúa en el 15,4%, 11,9 p. p. menos que hace un año). Los indicadores de consumo han mejorado respecto al trimestre anterior (por ejemplo, las ventas minoristas han crecido un 2,7% respecto al 3T) y la producción industrial apenas cayó en noviembre. Es probable que el PIB anote una tasa de crecimiento algo por encima del 0% en el 4T 2022, lo que situaría el crecimiento para el conjunto del 2022 por encima del 5%.

La inflación se modera, pero el ritmo al que seguirá descendiendo es muy incierto. El aumento de los precios se ha suavizado desde los máximos registrados en verano (10,8% en julio) gracias a la corrección de los precios de la energía, y en diciembre se emplazó en el 5,7% (8,4% en el conjunto de 2022). En los próximos meses seguirá reduciéndose hasta anotar un promedio anual del 4,2% según el consenso de analistas. La principal fuente de riesgo de esta previsión proviene de los precios de la energía. La reciente moderación de los precios del gas y del petróleo podría acelerar el descenso de las tasas de inflación lo que supondría un importante apoyo para el consumo de los hogares. El crecimiento de los salarios está siendo comedido hasta la fecha (en diciembre se situaba en el 2,6% en el sector privado según el indicador de CaixaBank Research), por lo que la probabilidad de que se produzcan efectos de segunda ronda parece contenida.

El sector turístico continúa mostrando gran fortaleza a pesar de la pérdida de poder adquisitivo en Europa y EE. UU. Así lo reflejan las cifras de actividad de noviembre en Canarias (temporada alta de turismo internacional): las pernoctaciones de extranjeros crecieron un 2% en relación con el mes de noviembre de 2019. En 2023 el PIB turístico podría crecer alrededor de un 4% en el conjunto de España, apoyado por la recuperación del turismo de larga distancia y por la superación del episodio de saturación aeroportuaria vivido el pasado verano en los principales aeropuertos europeos.

Menor déficit público de lo esperado. La recaudación tributaria en 2022 fue muy dinámica (registró un aumento de más de 34.000 millones hasta octubre respecto a 2021, datos consolidados) debido a la subida de la inflación y la resiliencia del mercado laboral. Ello probablemente permitirá que el déficit público se sitúe alrededor del 4,0% del PIB en 2022. El Gobierno aprobó un plan de choque para mitigar el impacto de la inflación en 2023 por valor de 10.000 millones de euros.

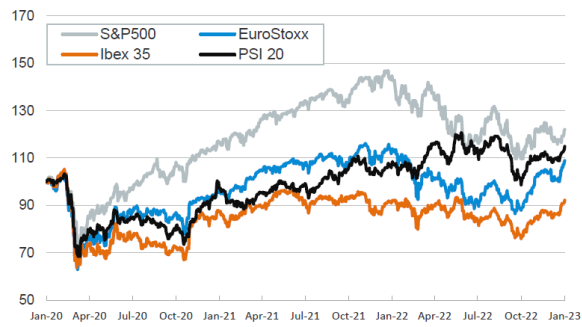
Oriol Aspachs
Enero de 2023

Con la colaboración de:



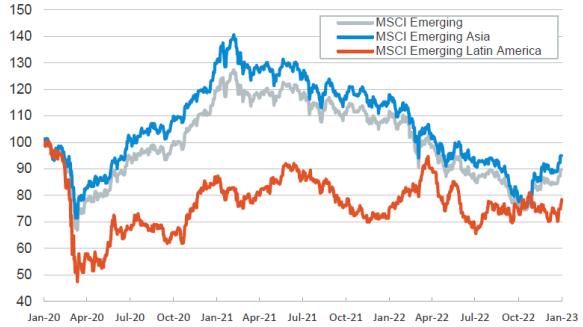
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



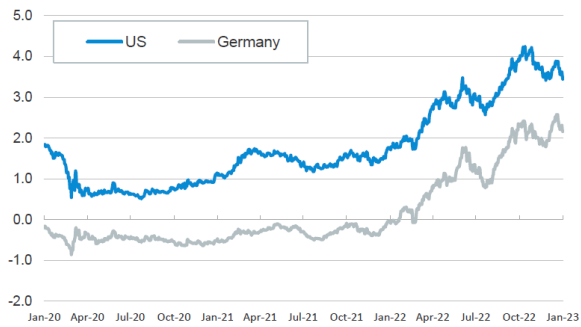
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



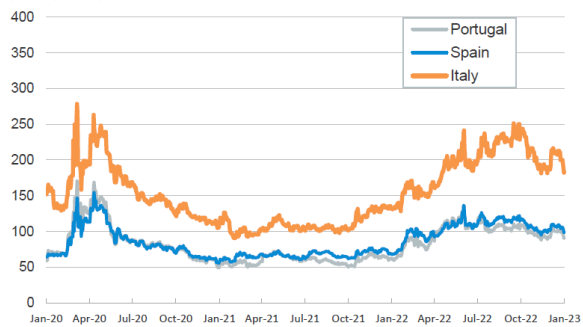
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



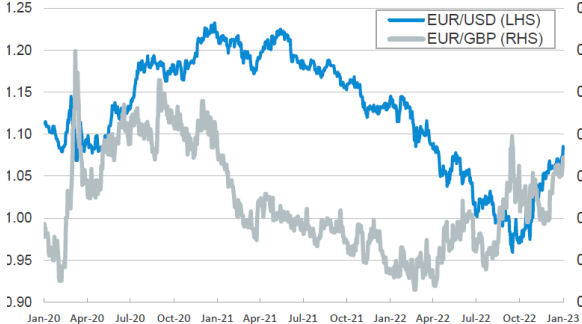
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



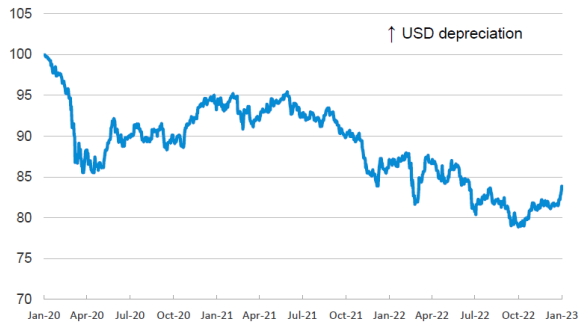
Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

(US\$/barrel)

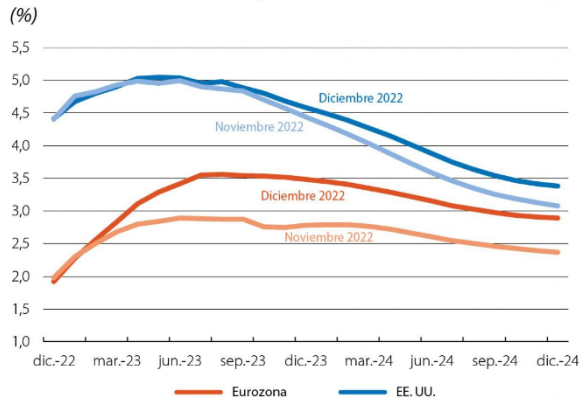


Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



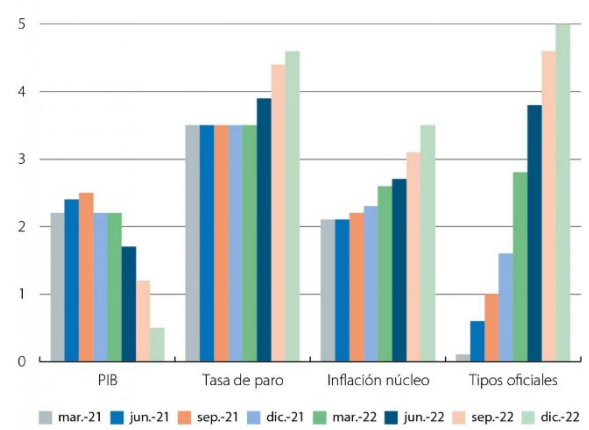
Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



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

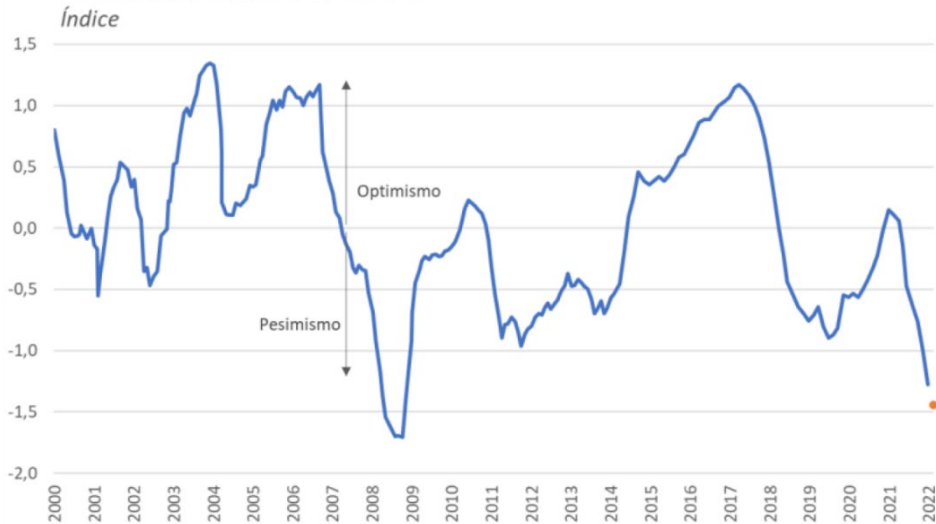
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fed: previsiones macroeconómicas para 2023



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

Sentimiento económico del BCE



Nota: El índice mide el pesimismo o el optimismo que desprenden los comunicados leídos por el presidente del BCE en la rueda de prensa posterior a cada reunión de política monetaria. El punto naranja corresponde a la última reunión. Pueden consultarse más detalles en el artículo *El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE*, IM11/2019, disponible en www.caixabankresearch.com.

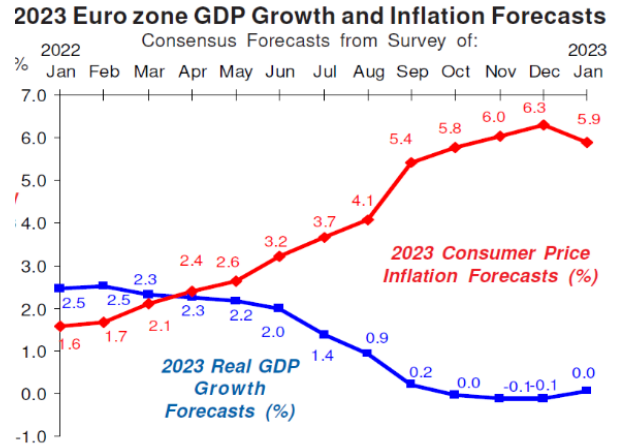
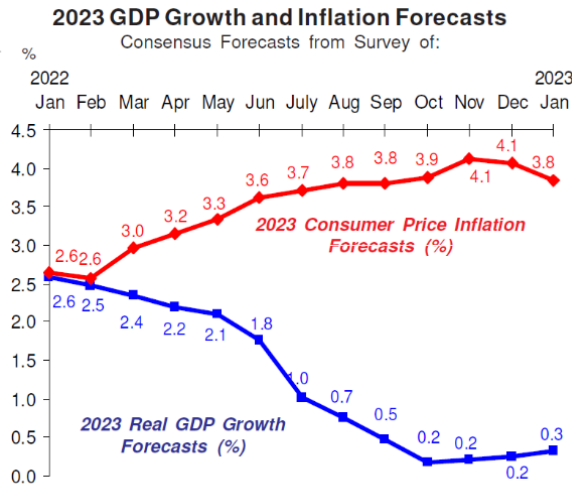
Fuente: CaixaBank Research.

Índice de Citi de sorpresas económicas en la eurozona

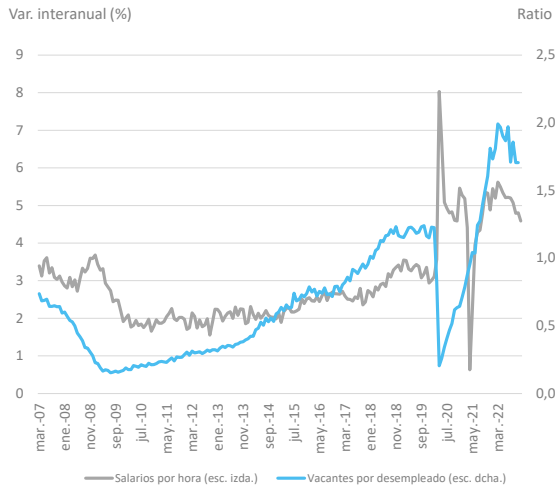
Los valores superiores a 0 representan sorpresas positivas, y los inferiores a 0 sorpresas negativas.



Evolución de las previsiones del Consensus Forecast para EE.UU. y la Eurozona



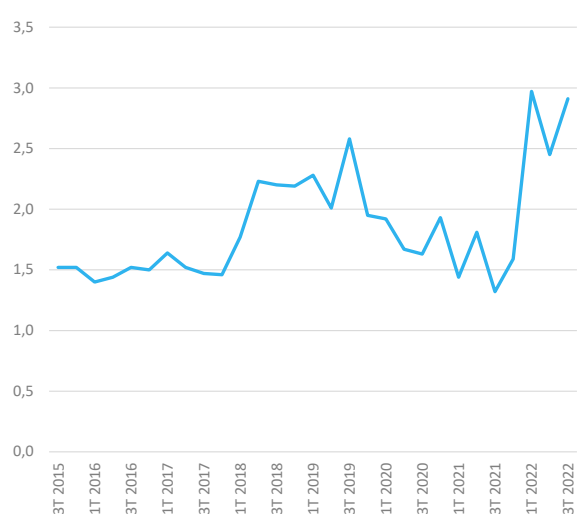
EE. UU.: vacantes por desempleo y crecimiento salarial



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

Eurozona: salarios negociados

Variación interanual (%)

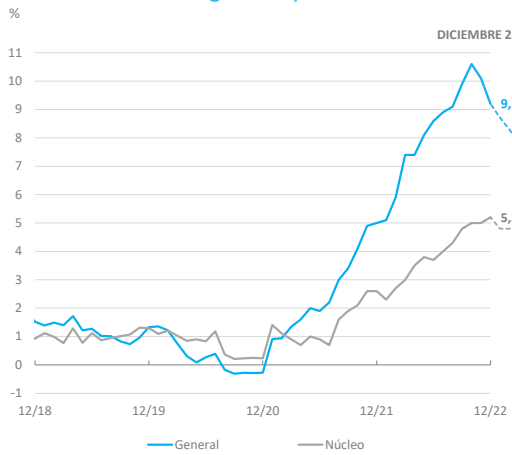


Nota: Salarios negociados se refiere a los aumentos pactados en convenios.

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

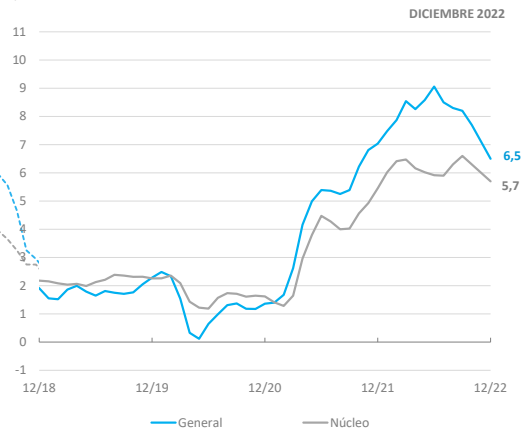
Economía española

Eurozona: inflación general y núcleo



Nota: Los datos del mes de diciembre se corresponden a la estimación *flash*. Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

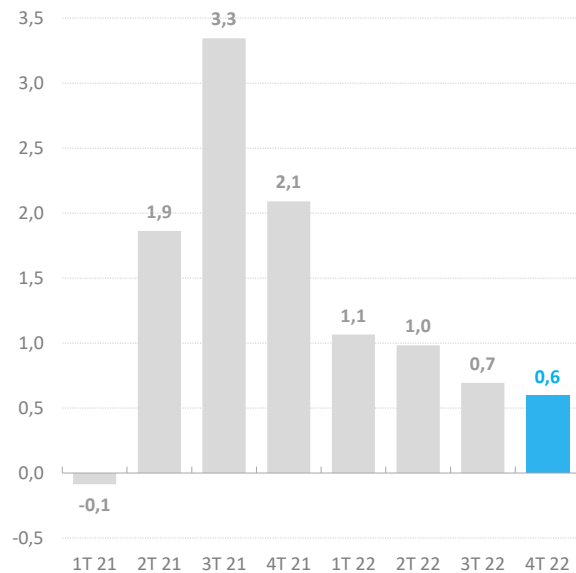
EE. UU.: inflación general y núcleo



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

Afiliados a la S.S. que no están en ERTE

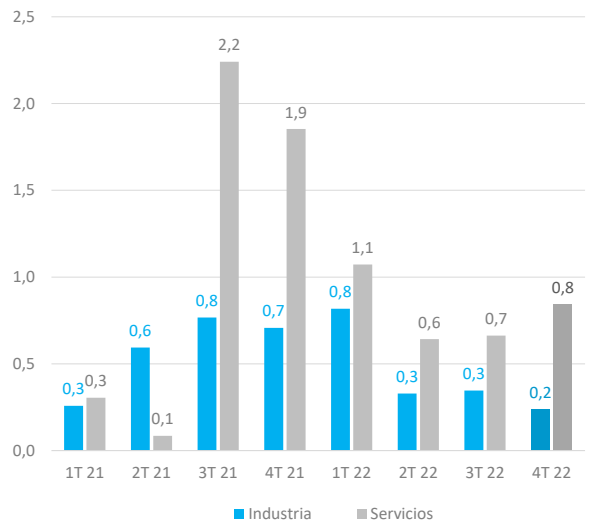
Variación intertrimestral en porcentaje



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de MSS. Datos desestacionalizados.

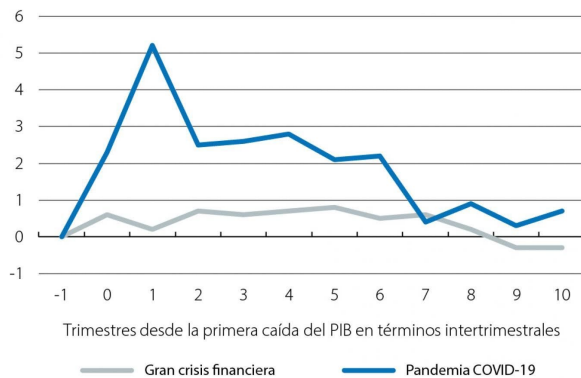
Empleo por sectores

Afiliados en tasa trimestral en porcentaje



Nota: Afiliados a la Seguridad Social. Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

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

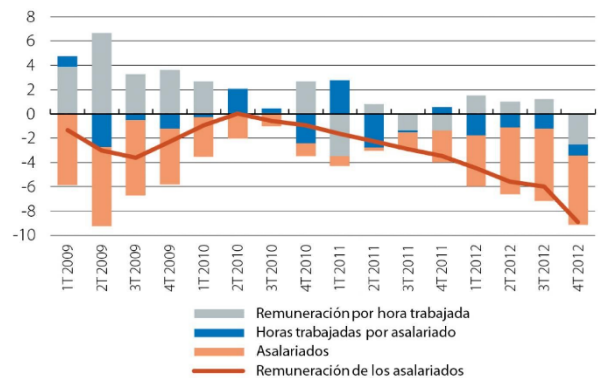


Nota: Para la gran crisis financiera, 0 corresponde al 3T 2008, mientras que para la pandemia, corresponde al 1T 2020.

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

España: remuneración de los asalariados, desglose

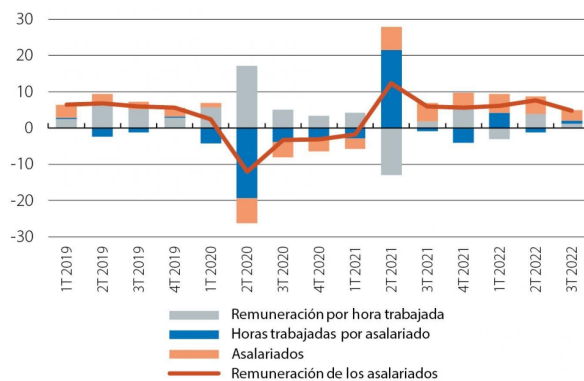
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

España: remuneración de los asalariados, desglose

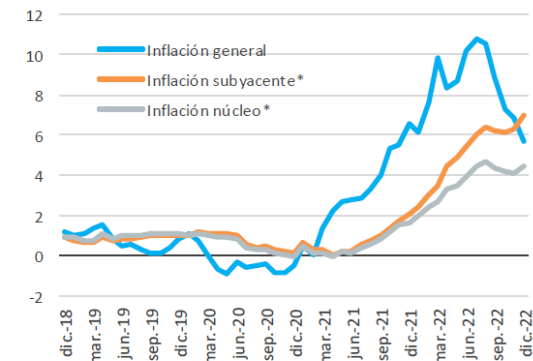
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Evolución del IPC

Variación interanual (%)

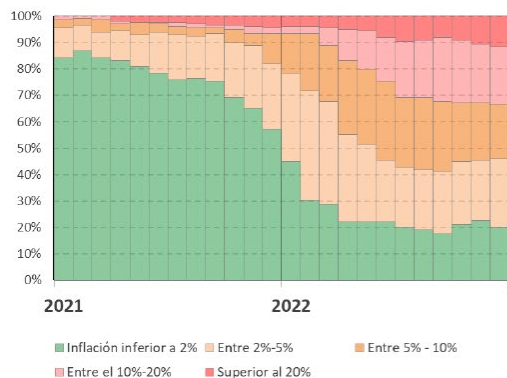


Nota: * **Subyacente** excluye alimentos no elaborados y energía. **Núcleo** excluye todo tipo de alimentos y energía.

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

El semáforo de la inflación

(% de la cesta)



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

El semáforo de la inflación de la cesta de alimentos

(% de la cesta)

