

# IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 463 | ENERO 2022



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Política monetaria en los emergentes:  
días difíciles a la vista*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*El sector inmobiliario chino: no da igual  
8 que 80*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La pujanza de la demanda de vivienda,  
una de las sorpresas más positivas de 2021*

### ECONOMÍA PORTUGUESA

*Precios de la vivienda en Portugal:  
¿cimientos sólidos o pies de barro?*

## DOSSIER: EL PRECIO DE LA ENERGÍA: PRESENTE Y FUTURO

---

*La crisis energética en Europa*

*El mercado ibérico de la electricidad  
y la subida del precio en España*

*Los precios de la luz están por las nubes,  
¿y el importe de su recibo?*

*Los precios del carbono: diseño e impacto  
macroeconómico*

**INFORME MENSUAL**

Enero 2022

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

**CaixaBank Research**

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

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**

Economista jefe

**José Ramón Díez**

Director de Economías y

Mercados Internacionales

**Oriol Aspachs**

Director de Economía Española

**Sandra Jódar**

Directora de Planificación Estratégica

**Clàudia Canals y Nuria Bustamante**

Coordinadoras del *Informe Mensual*

**Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

**BPI Research (UEEF)**

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

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

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

**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

31 de diciembre de 2021

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

- 9 *Política monetaria en los emergentes: días difíciles a la vista*  
Beatriz Villafranca

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 15 *El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80*  
Luís Pinheiro de Matos

**19 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- 21 La pujanza de la demanda de vivienda, una de las sorpresas más positivas de 2021  
Pedro Álvarez Ondina

**24 ECONOMÍA PORTUGUESA**

- 26 *Precios de la vivienda en Portugal: ¿cimientos sólidos o pies de barro?*  
Tiago Belejo Correia

**29 DOSSIER: EL PRECIO DE LA ENERGÍA: PRESENTE Y FUTURO**

- 29 *La crisis energética en Europa*  
Luís Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili
- 31 *El mercado ibérico de la electricidad y la subida del precio en España*  
Luís Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili
- 33 *Los precios de la luz están por las nubes, ¿y el importe de su recibo?*  
Alberto Graziano y Josep Mestres
- 35 *Los precios del carbono: diseño e impacto macroeconómico*  
Luís Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili

## Viraje monetario

En el inicio del año, la economía mundial se vuelve a enfrentar a los efectos de una nueva mutación de la pandemia. Una vez más, las restricciones a determinadas actividades y los confinamientos amenazan con tener un impacto directo en el crecimiento, además del que se produce de forma indirecta a través del deterioro de las expectativas. Sin embargo, al igual que la virulencia del virus parece que va perdiendo intensidad con cada nueva ola, también los efectos potenciales sobre la actividad se van reduciendo paulatinamente. La adaptación de las decisiones de los agentes económicos a la nueva realidad dibujada por el coronavirus, la amplia cobertura proporcionada por las vacunas, el desarrollo de antivirales específicos para la COVID y el mantenimiento de la potencia de fuego de los instrumentos de política económica desplegados en la primavera de 2020 hacen pensar que esta vez se pueden minimizar los daños sobre la actividad. Y, aunque habrá que revisar a la baja las previsiones económicas para el 1T 2022, ómicron no debería cambiar en exceso la tendencia de fondo del ciclo de negocios y cabe esperar un efecto rebote a partir de la primavera.

Más importante será discernir si en 2022 veremos un punto de inflexión en tendencias presentes a lo largo del pasado año con potencial disruptivo sobre el escenario económico, como los problemas en las cadenas de suministros, las tensiones inflacionistas o las exigentes valoraciones en algunos segmentos de los mercados financieros. Todas ellas conciernen especialmente a los bancos centrales que, ya a finales de 2021, empezaron a adaptar su hoja de ruta a una nueva realidad en la que el intenso ascenso de la inflación ha constituido la mayor sorpresa macroeconómica al romper una inercia que se inició a principios de la década de los noventa. Lo cierto es que no cabe esperar cambios importantes en las dinámicas de precios al menos hasta la segunda parte del año. De hecho, en un momento en el que se detectaba cierta descongestión en transporte y logística, ómicron volverá a complicar la normalización en el funcionamiento de las cadenas de valor globales, provocará cambios en el patrón de consumo de las familias (más demanda de bienes duraderos y menos de servicios) y, en definitiva, dificultará el cierre de la brecha existente en la actualidad entre oferta y demanda. Y, cuanto más tiempo se mantenga esta anomalía presente en los últimos 12 meses, más difícil será revertir la escalada de precios.

Por tanto, en este contexto, las autoridades monetarias volverán a ser las protagonistas en los próximos meses, cuando se empiezan a detectar enfoques diferentes para abordar los nuevos riesgos entre aquellos obligados a responder de manera firme a cualquier señal de tensionamiento de precios (bancos centrales de países emergentes, con la excepción de Turquía), los que prefieren telegrafiar al mercado una senda de normalización monetaria a medio plazo que minimice el riesgo de que las expectativas de inflación se descontrolen (EE. UU., Reino Unido, Nueva Zelanda, Noruega, etc.) y, por último, los que mantienen la hipótesis de transitoriedad en el comportamiento reciente de los precios y no perciben la necesidad de ajustar las condiciones monetarias más allá de una adaptación de los programas de compras a la nueva realidad (BCE y Banco de Japón). Habrá que seguir de cerca los efectos que pueden provocar estas respuestas divergentes sobre los mercados financieros y, especialmente, sobre los tipos de cambio, cuando además durante el año se reabrirá el debate de cómo abordar la sostenibilidad fiscal de cara al futuro.

Es especialmente significativa la brecha que se empieza a abrir entre la Fed y el BCE, pues el banco central americano ha abandonado el supuesto de transitoriedad en el comportamiento de la inflación, acelerará el *tapering* para finalizar las compras de deuda pública en marzo y, probablemente, iniciará las subidas de tipos en junio de este año. Aunque quizás lo más significativo es que cinco miembros del Consejo de la Fed piensan que los tipos en 2024 se situarán por encima del nivel de equilibrio (2,5%), lo que refleja un aumento de la preocupación por el riesgo de efectos de segunda ronda sobre los precios de la mano de un mercado de trabajo tensionado. Este cambio en el enfoque del banco central más importante del mundo ha quedado diluido por el ruido provocado por la variante ómicron, pero sus efectos potenciales a medio plazo pueden ser más importantes que la última mutación de la COVID. Lo irónico es que solo año y medio después de que la nueva estrategia de política monetaria en EE. UU. intentara comprar flexibilidad para evitar endurecimientos indeseados de las condiciones monetarias, ahora parece que el péndulo de la preocupación ha cambiado de lado. Todo ello confiere aún más importancia a la política de comunicación de los bancos centrales en los próximos meses.

José Ramón Díez  
Enero 2022

## Cronología

### DICIEMBRE 2021

- 3 La Comisión Europea autoriza el desembolso de 10.000 millones de euros del NGEU a España.
- 8 Se eleva la tensión en la crisis de Ucrania.
- 28 Se logra un acuerdo en la reforma laboral en España.

### OCTUBRE 2021

- 3 El Consorcio Internacional de Periodistas publica su investigación sobre cuentas en paraísos fiscales: Papeles de Pandora.
- 15 Empieza a extenderse la variante delta plus de la COVID-19.
- 30 Cumbre del G-20 en la que se refrenda el impuesto mínimo global de sociedades.

### AGOSTO 2021

- 1 Se acelera la retirada de Afganistán de EE. UU. y de los aliados europeos y los talibanes recuperan el poder.
- 9 El Informe sobre el Cambio Climático de la ONU habla de la responsabilidad del hombre en el calentamiento global y advierte de los cambios irreversibles durante siglos.
- 17 La Comisión Europea desembolsó los primeros 9.000 millones de euros de los fondos NGEU a España.

### NOVIEMBRE 2021

- 13 La Cumbre del Clima COP26 cierra un nuevo acuerdo climático.
- 15 Crisis migratoria en la frontera entre Bielorrusia y Polonia.
- 22 Nuevas restricciones a la movilidad en Europa y extensión de la variante ómicron.

### SEPTIEMBRE 2021

- 1 Se intensifica la crisis de la inmobiliaria China Evergrande.
- 17 Moody's revisó al alza la calificación de la deuda de Portugal (de Baa3 a Baa2).
- 26 Elecciones en Alemania, que ponen fin a los 16 años de la era Merkel.

### JULIO 2021

- 6 Irán informó a la Agencia de la Energía Atómica de enriquecer uranio, y distintos países no tardaron en condenar la decisión.
- 15 La variante delta de la COVID-19 se expande rápidamente por todo el mundo.
- 23 Se celebran los Juegos Olímpicos de Tokio 2020 sin público en las gradas.
- 30 Primera condena en Hong Kong bajo la controvertida ley de seguridad nacional.

## Agenda

### ENERO 2022

- 3 Portugal: actividad turística (noviembre).
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 7 Portugal: empleo y desempleo (noviembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).
- 10 Portugal: cifra de negocios en la industria (noviembre).
- 11 España: cuentas financieras (3T).
- 18 China: PIB (4T).
- 21 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
- 25-26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 España: encuesta de población activa (4T).  
EE. UU.: PIB (4T y 2021).
- 28 España: avance del PIB (4T).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
- 31 España: avance del IPC (enero).  
Portugal: avance del PIB (4T).  
Portugal: producción industrial (diciembre).  
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).

### FEBRERO 2022

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 9 Portugal: empleo y desempleo (4T).  
Portugal: comercio internacional (diciembre).
- 15 Japón: PIB (4T).
- 17 España: comercio exterior (diciembre).  
Portugal: precios en la producción industrial (enero).
- 25 España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (febrero).
- 28 España: avance del IPC (febrero).  
España: balanza de pagos (diciembre).  
Portugal: desglose del PIB (4T).  
Portugal: avance del IPC (febrero).

## ¿Estamos peor o mejor de lo que esperábamos?

¿La economía global está peor o mejor de lo que esperábamos hace un año? Seguro que tienen una opinión formada al respecto. Constantemente escuchamos a personas cualificadas opinando de forma enfática y asertiva sobre la situación en la que nos encontramos, sobre hacia dónde vamos y, aún más difícil pero mucho más tentador, sobre lo que tenemos que hacer para modificar nuestro destino. El mundo está sobrediagnosticado, como dice el CIDOB en su último informe de prospectiva para el año 2022. Sin embargo, los que practicamos este deporte de riesgo solemos poner el foco en las cosas que van mal o en las que pueden ir mal. En momentos complejos como el actual es difícil resaltar lo que va bien. Seguramente también hay quien peca de cenizo para curarse en salud. Por aquello de que, si las cosas se tuercen, que no sea que yo no lo haya advertido. Y lo que es definitivo: vende más, y en Twitter uno tiene más *likes*, si se critica lo que va mal. En fin, por todo ello seguramente muchos de nosotros tenemos la sensación de que el mundo está peor. Pues no. Está mejor, bastante mejor de lo que esperábamos hace un año, como mínimo en términos económicos.

Para constatarlo debemos tomar un poco de perspectiva y alejarnos de la lectura a corto plazo de los últimos indicadores. Si utilizamos como referencia las previsiones de crecimiento que CaixaBank Research tenía para el año 2021 en enero del pasado año, y lo comparamos con la estimación actual, no hay lugar a duda. El año ha ido mejor de lo esperado. A nivel global, hace un año pronosticábamos un avance del PIB del 5,5%, y hoy en día todo apunta a que 2021 se habrá cerrado con un crecimiento en torno al 6,0%. La sorpresa positiva ha sido generalizada, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Para estos grupos de países ahora esperamos un crecimiento alrededor del 5,0% y del 7,0%, respectivamente. Destaca la mejora de la previsión de la eurozona. Más allá de los vaivenes que se han producido a lo largo del año, finalmente hemos cerrado el año con un aumento de cerca de 1 p. p. Ahora esperamos un crecimiento alrededor del 5,0%. También en EE. UU. se ha mejorado la previsión, aunque de forma más tímida.

Entre los países en los que el avance del PIB ha ido peor de lo esperado encontramos a Alemania, cuyo sector industrial se ha visto muy afectado por las disrupciones en las cadenas de suministros, y España. En España todo apunta a que el crecimiento se situó cerca del 5,0% el pasado año, algo más de 1 p. p. por debajo de lo que esperábamos en enero de 2021. De todas formas, no todo son malas noticias para nuestra economía. El empleo, una variable que en estos momentos es tanto o más importante que el PIB para analizar la evolución de la economía, ha ido mucho mejor de lo esperado.

2021 se cerró con un nivel de empleo efectivo (esto es, descontando las personas que todavía están en ERTE) claramente por encima del nivel previo a la pandemia. Ni el más optimista se hubiera atrevido a principios del pasado año a hacer un pronóstico tan positivo.

Si miramos hacia delante, las previsiones de crecimiento que manejamos para 2022 también han mejorado de forma generalizada a pesar de los temores al freno que pueden suponer los cuellos de botella en el comercio global y del fuerte repunte de la inflación en varios países. Una de las claves, naturalmente, es la efectividad de las vacunas. A pesar de que no consiguen frenar por completo los contagios, han reducido de forma drástica la presión hospitalaria, con lo que las nuevas olas se están superando sin tener que imponer restricciones a la movilidad y a la actividad tan estrictas. Durante 2021 también hemos comprobado que las principales economías han resistido bien a las duras restricciones que se tuvieron que imponer. La rápida recuperación que han exhibido una vez levantadas dichas restricciones nos permite mirar hacia el futuro con más confianza. Finalmente, también hemos constatado que la política económica, tanto el flanco fiscal como el monetario, ha reaccionado con acierto a los retos que la pandemia ha impuesto, y confiamos que seguirá siendo así durante el próximo año.

Concretamente, para este año 2022 esperamos un crecimiento del 4,4% a nivel global, una previsión que se sitúa medio punto por encima de lo que pronosticábamos en enero de 2021. Destaca la mejora en la previsión que durante los últimos 12 meses hemos realizado para las economías desarrolladas, de cerca de 1 p. p., aunque en las emergentes también ha mejorado. Por países, es en Alemania y España donde más ha mejorado la previsión de crecimiento, compensando la peor evolución de 2021. Para España, pronosticamos un avance del PIB cercano al 6,0% (una mejora de más de 1 p. p. respecto a lo que esperábamos hace un año), impulsado por la recuperación del sector turístico, el despliegue de los fondos de recuperación y transformación europeos, y la activación de la demanda embalsada.

Hay cosas que van mal, y hay multitud de cosas que pueden ir mal. Lo pueden leer en todas partes, también en las páginas de este informe (el año pasado la palabra riesgo apareció cada mes tantas veces como páginas tiene el *Informe Mensual*). Pero, por una vez, para empezar el año con buen pie, me permitirán la osadía de resaltar lo que va bien, y las cosas que pueden ir mejor, que también las hay. Les deseo un feliz y próspero año 2022.

Oriol Aspachs

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

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	0,75	1,50
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,20	0,83	1,65
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,50	1,24	1,95
Deuda pública 2 años	3,70	0,96	1,63	0,13	0,60	1,00	1,60
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,65	2,15	2,45
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,48	-0,48	-0,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,55	-0,51	-0,48
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,53	-0,46	-0,40
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,50	-0,41	-0,28
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,46	-0,35	-0,15
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,70	-0,40	-0,15
Deuda pública 10 años	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,20	0,00	0,20
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,27	-0,02	0,31
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,09	0,15	0,45
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,45	0,60	0,85
Prima de riesgo	11	171	71	62	65	60	65
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,40	-0,05	0,34
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,17	0,21	0,54
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,45	0,65	0,90
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	65	70
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,15	1,19
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,83
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	80,0	65,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	70,8	56,5	52,9

Previsiones

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

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,0	4,4	3,9
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	3,8	2,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,4	3,5	2,6
Eurozona	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,2	4,1	2,8
Alemania	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,6	3,7	2,8
Francia	2,2	0,9	1,8	-8,0	6,7	3,6	2,1
Italia	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,2	4,2	2,6
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,3	4,9	2,6
España	3,7	0,5	2,1	-10,8	4,8	5,5	3,6
Japón	1,4	0,5	0,0	-4,7	1,8	2,4	1,1
Reino Unido	2,9	1,2	1,7	-9,7	6,8	4,7	2,0
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,5	5,0	3,7	-2,1	6,8	5,1	4,9
China	10,6	8,2	6,0	2,3	8,3	5,7	5,4
India	7,2	6,9	4,8	-7,0	9,2	7,3	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,4	-4,1	5,3	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,3	6,2	3,0	2,3
Rusia	7,2	1,1	1,3	-3,1	3,8	2,5	2,0
Turquía	5,4	4,9	0,9	1,6	8,3	3,3	3,9
Polonia	4,2	3,5	4,8	-2,5	5,7	5,1	3,0
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	4,3	3,1
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,0	3,3	1,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,0	1,9
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	2,8	1,5
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	3,0	1,6
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	2,7	1,5
Italia	2,4	1,5	0,6	-0,1	2,0	2,7	1,5
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	2,2	1,7
España	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	4,5	1,2
Japón	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,8	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,4	3,0	1,7
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,1	5,6	5,0	4,1
China	1,7	2,6	2,9	2,5	1,0	1,7	1,4
India	4,5	7,7	3,7	6,6	5,0	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	7,3	7,5	3,5
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,4	3,9	3,5
Rusia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,3	4,4	4,1
Turquía	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	14,2	11,0
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,0	5,3	3,2

Previsiones

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

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,6	-0,1	0,9	-12,2	5,5	5,6	3,5
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,9	-0,5
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	3,3	6,2	5,6
Bienes de equipo	4,9	0,0	3,2	-12,9	14,1	6,0	4,7
Construcción	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-3,0	6,1	6,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,3	-0,3	1,3	-9,2	4,9	4,6	3,0
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	-20,1	12,0	9,2	5,7
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,2	6,6	4,2
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	5,2	3,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,0	13,9	12,9
Índice de precios de consumo	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	4,5	1,2
Costes laborales unitarios	3,0	0,3	3,1	5,0	1,3	1,9	1,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	1,1	1,7	1,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,6	1,1	1,7	1,8	1,9
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-6,3	-2,9	-11,0	-7,7	-5,3	-3,9

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

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	0,3	3,3	-7,1	5,0	4,8	2,4
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,6	0,8	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-1,2	5,4	-2,7	4,4	6,2	8,0
Bienes de equipo	3,2	2,7	1,6	-6,2	9,2	5,7	8,1
Construcción	-1,5	-3,5	7,7	1,6	1,5	4,5	4,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,1	4,5	3,2
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,1	-18,7	9,4	10,4	5,9
Importación de bienes y servicios	3,6	2,5	5,0	-12,2	11,0	8,7	6,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	0,7	0,2
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,5	6,4
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	2,2	1,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	1,2	1,8	1,9
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,8	-4,3	-2,9	-1,5

■ Previsiones

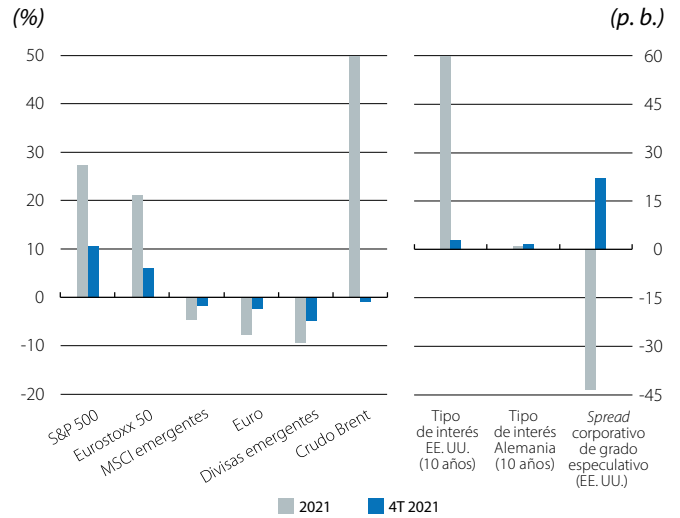
## La resiliencia de los mercados financieros en 2021

**Mejora el apetito por el riesgo con las miras puestas en el nuevo año.** Al igual que ocurriera durante gran parte del año, en diciembre los inversores siguieron muy de cerca la evolución de los dos principales focos de atención: la pandemia y la inflación. De una parte, la relativa menor gravedad de la variante ómicron, a pesar de su elevada propagación a nivel mundial, alivió parte de los temores de su impacto en la recuperación económica. De otra, el tensionamiento de las presiones inflacionistas en casi todos los países aceleró el reposicionamiento de los bancos centrales. En las economías avanzadas se plantearon aspectos sobre la retirada de los estímulos monetarios y en las emergentes se generalizaron las alzas en los tipos rectores (véase el Focus [«Política monetaria en los emergentes: días difíciles a la vista»](#) en este mismo *Informe Mensual*). En este entorno, los inversores, aunque siguieron comportándose con cierto grado de cautela, superaron el bache de incertidumbre del mes anterior y aumentaron su preferencia por los activos de riesgo. Así, los mercados financieros concluyeron el año dando muestras de la resiliencia adquirida tras el comienzo de la pandemia, con alzas generalizadas en las principales bolsas avanzadas y en los precios de las materias primas cíclicas, así como en la rentabilidad de la deuda con mejor calificación crediticia.

**La Fed acelera el tapering y pronostica tres subidas de tipos en 2022.** En la esperada última reunión del FOMC, la Fed despejó las dudas de los inversores y trazó los principales aspectos de su hoja de ruta a medio plazo. Con un tono más *hawkish* de lo habitual, la entidad eliminó el concepto de transitoriedad para describir la elevada inflación y admitió el error de las estimaciones iniciales. Además, a la vista de la solidez del crecimiento de la actividad económica, pronosticó que se podría alcanzar el pleno empleo en 2022. Bajo estas premisas, la autoridad monetaria decidió mantener el tipo de interés de referencia en el intervalo del 0,00%-0,25%, y realizó dos anuncios importantes para los inversores. Notificó que a partir de enero acelerará el ritmo del *tapering* (el ritmo de reducción de las compras mensuales será de 30.000 millones de dólares) y adelantará el fin de las compras netas de activos a marzo. También, en el *dot plot* se reflejó cómo la mayoría de los miembros del Comité abogarían ahora por realizar tres subidas de tipos en 2022 (en CaixaBank Research esperábamos dos) y tres más en 2023, elevando el tipo oficial promedio hasta el rango del 1,50%-1,75%. El posicionamiento menos acomodaticio de la Fed favoreció el desplazamiento al alza de la curva de tipos estadounidense, con la rentabilidad del *treasury* a 10 años situándose sobre el 1,50% (+60 p. b. acumulados en el año).

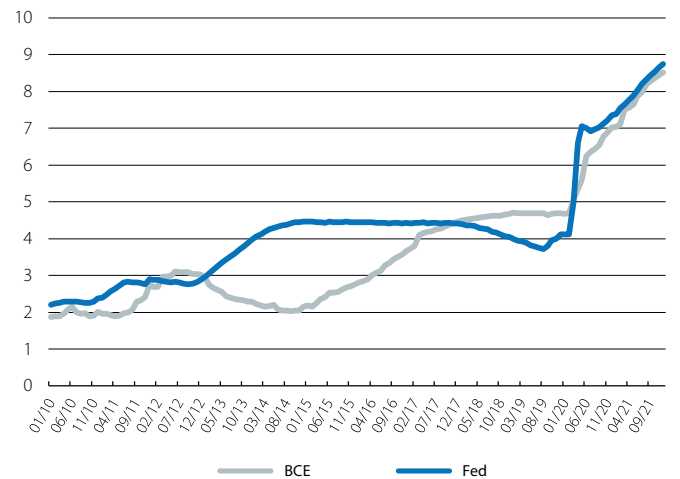
**El BCE también realizará un tapering, pero a la europea.** Al igual que en EE. UU., la buena evolución de la economía de la eurozona y la persistencia en las presiones inflacionistas permitieron al BCE anunciar su plan de reducción de compras netas

### Variables financieras seleccionadas: variación en 2021 y en el 4T 2021



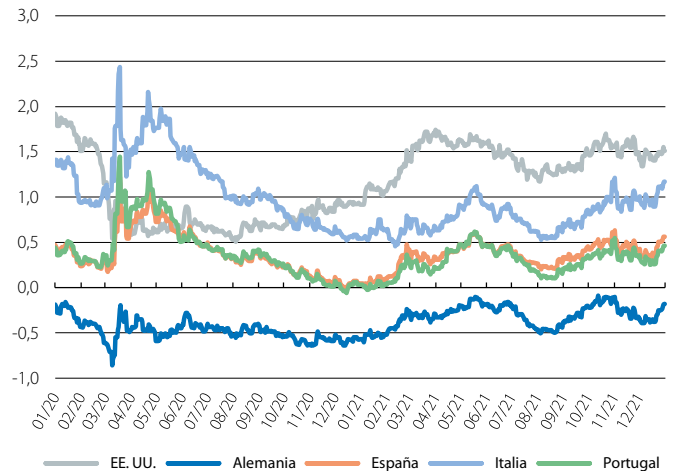
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Balance de los bancos centrales (Billones de euros y dólares)



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

### Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años (%)



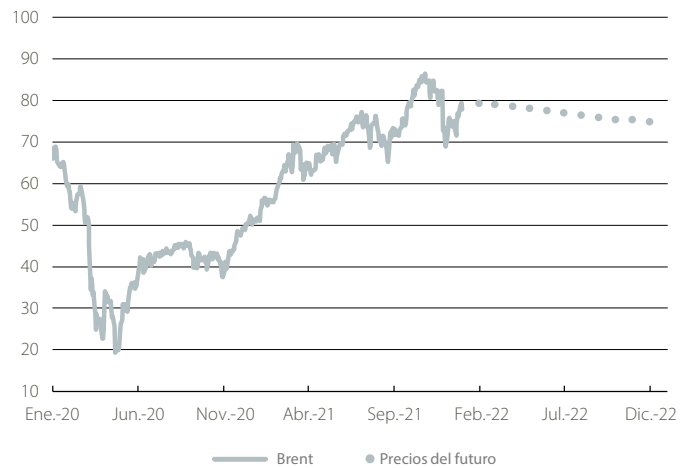
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

de activos para 2022, aunque con un objetivo bastante menos agresivo que el de la Fed. En concreto, anticipó la reducción del ritmo de compras del PEPP (probablemente a 50.000 millones de euros al mes) en el 1T 2022 y su cese a finales de marzo. Mientras, prevé aumentar las compras netas de activos del APP en el 2T y 3T a 40.000 y 30.000 millones de euros, respectivamente, para volver a los 20.000 millones en octubre. Con todo, el balance del BCE se ampliaría en 2022 en 480.000 millones de euros, menos de la mitad de los adquiridos en 2021. Respecto a la inflación, Christine Lagarde puntualizó que se mantendrá elevada durante la primera mitad de 2022, para estabilizarse por debajo del 2% en 2023 y 2024. También mantuvo sin cambios el *forward guidance*, que situaría la primera subida de los tipos a finales de 2023. A pesar de tales declaraciones, la escalada del IPC de la eurozona en diciembre y el avance de las presiones inflacionistas llevaron a parte de los inversores a prever una posible subida de los tipos de depósito para finales de 2022, aspecto que arrastró al alza las rentabilidades de las curvas soberanas alemana y de la periferia.

**El petróleo vuelve a cotizar al alza.** Tras el notable descenso sufrido en noviembre, el precio del barril de Brent se recuperó hasta los 78 dólares en diciembre y acumuló una revalorización del 50% en el año. La publicación de informes que aminoraban el perjuicio económico de ómicron, el descenso de los inventarios de crudo en EE. UU. y la oposición de la OPEP y sus aliados a modificar sus planes de producción ante el requerimiento de varias potencias mundiales dieron respaldo al encarecimiento del barril en el último mes del año. Por su parte, en el mercado de divisas, la solidez de la economía estadounidense, unida a las medidas anunciadas por la Fed, siguió apoyando la fortaleza del dólar frente al resto de divisas. El euro finalizó el año en su valor mínimo en 17 meses (-6,9% respecto al dólar). Igualmente, el conjunto de divisas emergentes también acentuó su depreciación en el 4T, con especial protagonismo de la lira turca, que cedió frente al dólar más de un 30% en el mismo periodo.

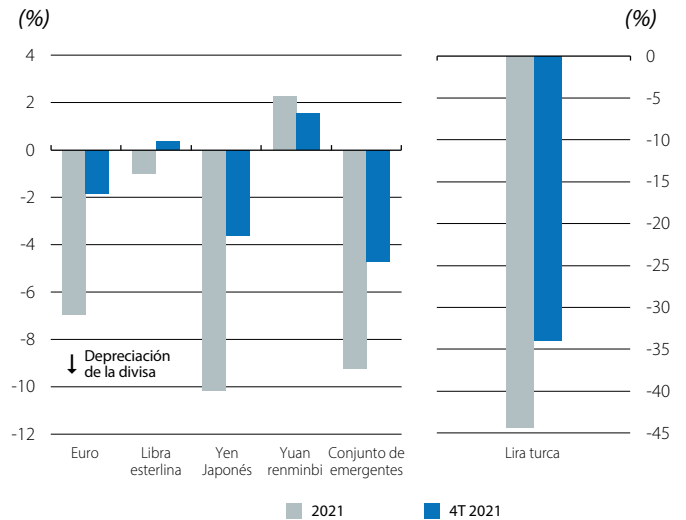
**Las bolsas consolidan un año de fuertes ganancias.** La relativa mejora del sentimiento inversor dio aliento a los principales índices bursátiles en diciembre que, además de finalizar el mes con alzas generalizadas, culminaron un año de notables ganancias. Ni las presiones inflacionistas, ni el récord de contagios de la variante ómicron, ni los anuncios de la retirada de estímulos monetarios impidieron que el S&P 500 (en niveles máximos históricos) y el EuroStoxx50 (+26,9% y +21,0% en el año, respectivamente) alcanzaran en 2021 el tercer mejor registro de ganancias anuales en el siglo. El buen comportamiento de los sectores tecnológicos, energético y financiero y la mejora de los beneficios empresariales, por encima de las previsiones, fueron los principales catalizadores del ascenso bursátil en la recta final del año. La nota menos amable la pusieron los índices de los países emergentes (el MSCI Emerging Markets, -4,6% en el año) cuyo desempeño estuvo enturbiado por el menor ritmo de recuperación tras la pandemia y la interferencia de riesgos idiosincráticos.

**Petróleo: precio del barril de Brent**  
(Dólares por barril)



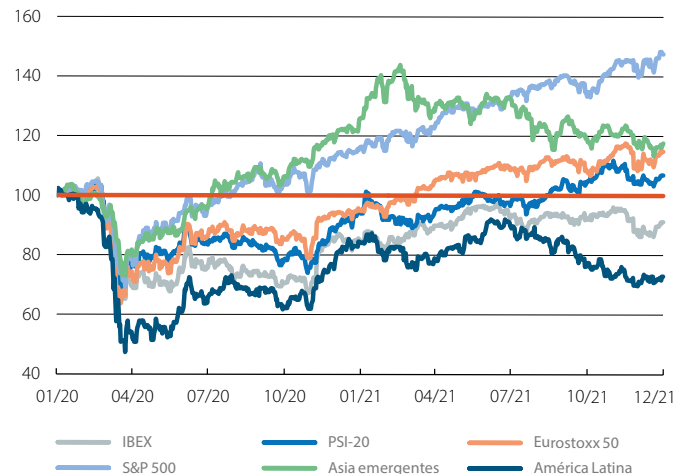
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Divisas frente al dólar**



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

**Principales bolsas internacionales**  
Índice (100 = enero 2020)



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

## Política monetaria en los emergentes: días difíciles a la vista

La etapa posterior al estallido de la COVID ha estado protagonizada por la reducción de las restricciones a los desplazamientos, la dinamización de la actividad económica y la introducción de las vacunas. Pero el ciclo de recuperación también ha venido acompañado del rápido ascenso de los precios de las materias primas y de la formación de cuellos de botella en la cadena de suministros. La suma de estos aspectos ha influido en el ritmo de recuperación de los emergentes, eminentemente desigual, y ha alimentado el repunte de la inflación en un gran número de estos países. Ante este escenario, desde la primavera de 2021, muchos de sus bancos centrales comenzaron a plantear el giro de sus estrategias monetarias hacia un escenario menos acomodaticio, anticipándose al movimiento en los países desarrollados.

### Factores detrás de la actuación de los bancos centrales

Si nos detenemos a entender el porqué de la respuesta de las autoridades monetarias en el escenario actual, encontramos varios detonantes de relevancia. En primer lugar, la depreciación de sus divisas en los momentos de mayor incertidumbre por la pandemia. Cabe mencionar que los bancos centrales de estos países suelen reaccionar de forma más notable ante variaciones en el tipo de cambio de sus divisas que los de las economías avanzadas.<sup>1</sup> En segundo lugar, y como apuntábamos anteriormente, el rápido incremento de las tasas de inflación. Ya en el 2T 2021, en un tercio de estos países (como, por ejemplo, Turquía, Rusia, Brasil, México, India, Filipinas, Hungría y Polonia) el IPC se situaba por encima del objetivo de inflación de sus bancos centrales,<sup>2</sup> resultado principalmente del encarecimiento de los alimentos y la energía y de la composición de sus cestas de precios<sup>3</sup> (véase el primer gráfico).

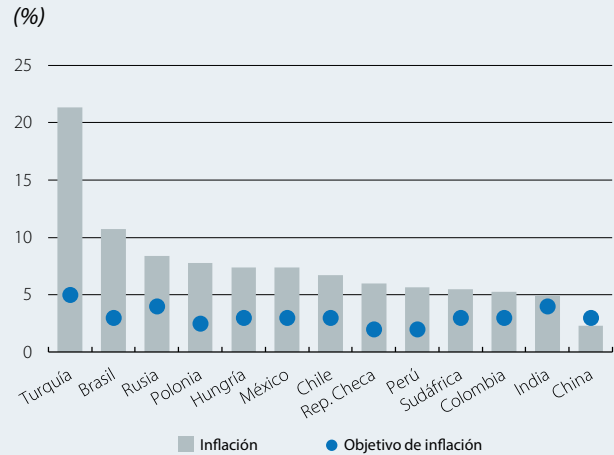
En tercer lugar, la presión del aumento de los déficits fiscales, acrecentados durante la pandemia, sobre las ya de por sí abultadas deudas soberanas de algunos países (como en Sudáfrica y Brasil), y su acuciante necesidad de financiación. A pesar de que en los últimos años ha crecido el número de países que han podido endeudarse en divisa local, algunos de ellos todavía tienen un elevado porcentaje de su deuda externa en dólares, lo que les expone sobremedida a los movimientos en la política de la Fed. Finalmente, estarían las motivaciones de cada banco cen-

1. Esta función de reacción se ha visto modificada con el desarrollo de los mercados financieros de estas economías, aunque todavía es mayor que en las avanzadas. Véase: «[Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence \(bis.org\)](#)» y «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 \(rba.gov.au\)](#)».

2. Las políticas monetarias en el 65% de los países emergentes están encuadradas en regímenes de metas de inflación.

3. Véase el Focus «[El repunte de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación](#)» en el IM09/2021.

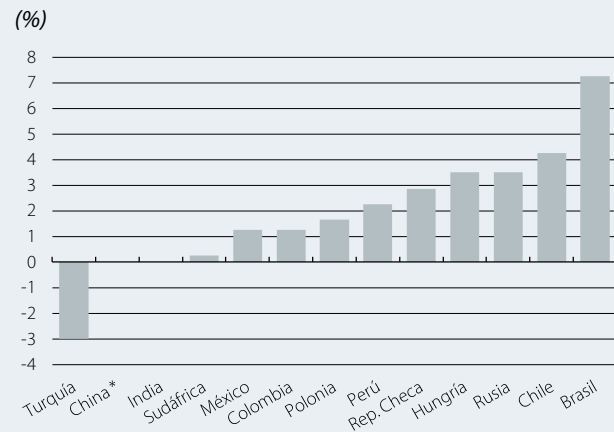
### Emergentes: tasas de inflación



Nota: Datos a 22 de diciembre de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de bancos centrales y Bloomberg.

### Emergentes: variación de los tipos de interés de referencia en 2021



Notas: \* En China se ha tomado como referencia el tipo de interés de préstamo. Datos a 22 de diciembre de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de bancos centrales y Bloomberg.

tral emergente de adelantar su alza de tipos de interés al de la Reserva Federal,<sup>4</sup> para evitar una intensa salida de flujos de capital extranjero de sus economías y el tensionamiento de sus condiciones financieras (como ocurrió en 2013 cuando la Fed anunció la retirada de los estímulos monetarios, *taper tantrum*).

### Política monetaria en el presente

Desde el verano, la dinámica del ciclo de normalización monetaria se ha acelerado en numerosos emergentes. El mejor ejemplo de esta circunstancia lo encontramos en las principales economías de América Latina. Sus autori-

4. Desde la década de los ochenta, numerosos estudios han mostrado que el diferencial entre los tipos de interés de los *treasuries* y los bonos soberanos de los mercados emergentes han determinado, en gran medida, la demanda de deuda de los países emergentes.

dades monetarias se enfrentan a la gestión del repunte de la inflación en un entorno donde los gobiernos mantienen la presión del gasto público, para combatir la pobreza agravada por la pandemia, y donde los aspectos idiosincráticos particulares de cada país<sup>5</sup> han alimentado la inestabilidad del tipo de cambio de sus divisas. Estas circunstancias han llevado a que, por ejemplo, el banco central de Brasil haya protagonizado la mayor subida de los tipos de interés a nivel mundial en 2021 (véase el segundo gráfico). Asimismo, la necesidad de anclaje de sus expectativas de inflación a medio plazo ha influido en la mayoría de las decisiones de los bancos centrales de las principales economías de Europa emergente (Rusia, Polonia, Hungría y República Checa).

Paralelamente, se encuentra el grupo de bancos centrales que aún no han subido sus tipos de interés, pero que han dejado las puertas abiertas a actuaciones similares en los próximos meses. Este es el caso de las autoridades monetarias de las principales economías de Asia emergente (India, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia) donde la inflación se ha mostrado más contenida ante la volatilidad de los precios energéticos y las interrupciones de las cadenas de suministro.

No obstante, existen dos grandes excepciones a tales políticas monetarias: Turquía y China. En la primera, desde septiembre el banco central turco está llevando a cabo una política monetaria no ortodoxa (ha rebajado los tipos de interés 500 p. b. hasta el 14%) a pesar de que la inflación interanual cuadruplica el objetivo de precios del banco central y su divisa atraviesa un episodio de relevante debilidad. En la segunda, el Banco Popular de China ha optado por mantener sin cambios su política monetaria desde el inicio de la pandemia y se ha apoyado en el uso esporádico de herramientas alternativas, como la ratio de reservas de la banca, para relajar la apreciación del yuan frente al dólar.

**Política monetaria en el futuro**

De cara al nuevo año, todos los indicadores adelantados apuntan a que el ciclo de subidas de tipos de interés en el bloque emergente se mantendrá durante los próximos trimestres. Así lo perciben también los inversores, que anticipan que el ajuste monetario puede ser más rápido y brusco que en las economías avanzadas. El aumento de las pendientes de las curvas soberanas en los principales países emergentes superior al de la curva estadounidense, además de mostrar la sensibilidad a la normalización monetaria de la Fed, anticipa el propósito de las autoridades monetarias emergentes de mejorar su credibilidad de cara a los inversores, pero sobre todo de mantener la con-

5. Entre estos aspectos señalaríamos el riesgo de sostenibilidad de la deuda pública en Brasil, la dependencia de los flujos de capital extranjeros en México, el exceso de déficit fiscal en Chile, la inestabilidad política en Perú y la presión de la deuda externa en Colombia.

**Emergentes: tipos de interés reales (%)**



*Notas:* Los tipos reales son la diferencia entre los tipos de interés de la política monetaria y la tasa de inflación. Datos a 22 de diciembre de 2021.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tinuidad de la entrada de los flujos de inversión hacia su deuda en divisa local.

En esta ocasión, sin embargo, se espera que la orientación de la política monetaria de la Fed tras la pandemia tenga un efecto más contenido sobre las finanzas de los emergentes que en 2013, debido a la composición actual de su deuda externa, con un mayor porcentaje de esta en moneda local,<sup>6</sup> como apuntábamos anteriormente. De otra parte, a pesar de las recientes subidas de tipos de interés, en la mayoría de los países emergentes los tipos de interés reales se han mantenido en territorio negativo y han otorgado un entorno relativamente favorable para la recuperación económica, aspecto que se espera que se mantenga el próximo año (véase el tercer gráfico).

Lo que está claro es que 2022 no va a ser un año fácil para los bancos centrales de los países emergentes, algo que ocurre siempre que la Fed inicia un proceso de subida de los tipos de interés.

*Beatriz Villafranca*

6. Las emisiones de deuda en divisa local se han acelerado tras la crisis de 2013, debido a que otorgan cierta protección a las finanzas domésticas ante el aumento de tensiones externas. Véase «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19](https://www.frb.org/publications/2014/03/the-response-by-central-banks-in-emerging-market-economies-to-covid-19)» (rba.gov.au).

**Tipos de interés (%)**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2021 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,57	-0,57	0	-2,7	-4,6
Euríbor 12 meses	-0,50	-0,51	0	-0,2	-1,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,64	-0,79	15	7,1	3,5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,62	-0,74	12	8,0	9,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	-0,18	-0,35	17	39,2	35,1
Deuda pública a 10 años (España)	0,57	0,40	17	51,8	44,6
Deuda pública a 10 años (Portugal)	0,47	0,33	14	43,5	38,9
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,21	0,17	4	-2,9	-2,3
Líbor 12 meses	0,58	0,38	20	24,1	25,0
Deuda pública a 1 año	0,38	0,22	16	27,2	27,5
Deuda pública a 2 años	0,73	0,57	17	61,1	56,6
Deuda pública a 10 años	1,51	1,44	7	59,7	58,4

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

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2021 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	48	57	-10	0,1	1,3
Itraxx Financiero Sénior	55	68	-13	-4,2	-2,4
Itraxx Financiero Subordinado	108	130	-22	-3,0	0,5

**Tipos de cambio**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,137	1,134	0,3	-6,9	-5,8
EUR/JPY (yenes por euro)	130,900	128,320	2,0	3,7	4,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,841	0,853	-1,3	-5,9	-6,5
USD/JPY (yenes por dólar)	115,080	113,170	1,7	11,5	10,3

**Materias primas**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	578,3	564,2	2,5	30,3	35,4
Brent (\$/barril)	77,8	70,6	10,2	50,2	64,0
Oro (\$/onza)	1.829,2	1.774,5	3,1	-3,6	0,8

**Renta variable**

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2021 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.766,2	4.567,0	4,4	26,9	30,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.298,4	4.063,1	5,8	21,0	21,9
Ibex 35 (España)	8.713,8	8.305,1	4,9	7,9	7,0
PSI 20 (Portugal)	5.569,5	5.433,1	2,5	13,7	21,4
Nikkei 225 (Japón)	28.791,7	27.821,8	3,5	4,9	7,5
MSCI emergentes	1.232,0	1.212,4	1,6	-4,6	0,7

## La evolución de la pandemia seguirá marcando el ritmo de la economía mundial

La variante ómicron complica el inicio de año y condiciona el escenario para el conjunto de 2022. Cuando pensábamos que lo peor ya había pasado, la rápida expansión de la variante ómicron nos recuerda que la pandemia está lejos de estar controlada. Todo apunta a un freno de la actividad en el 1T 2022, tanto en el bloque de las economías desarrolladas como en el de las emergentes. Este débil inicio de año puede provocar que la desaceleración que esperamos para 2022 pueda ser, incluso, algo más acentuada de lo que estimamos a cierre de este informe. Por tanto, de nuevo el escenario global vuelve a estar condicionado por la evolución de la pandemia si bien los avances en la vacunación, la disponibilidad de retrovirales y la adaptación de los agentes a operar en un contexto con restricciones y elevada incertidumbre pueden suavizar el impacto sobre el crecimiento de las medidas que deban adoptarse, en caso de nuevos rebotes.

Los cuellos de botella persistirán en los próximos meses. Este agravamiento de la pandemia prolongará, al menos a corto plazo, los problemas de las cadenas de suministro global, toda vez que China sigue aplicando una política de COVID cero. De hecho, los costes de los fletes vuelven a subir y habrá que ver en qué medida estas presiones alcistas sobre los precios se ven contrarrestadas por la menor presión de la demanda en un contexto de desaceleración económica. Vemos un riesgo elevado de que la inflación descienda en los primeros meses del año a menor ritmo de lo que esperamos, sobre todo en las economías avanzadas, pero seguimos confiando en una corrección a partir de primavera.

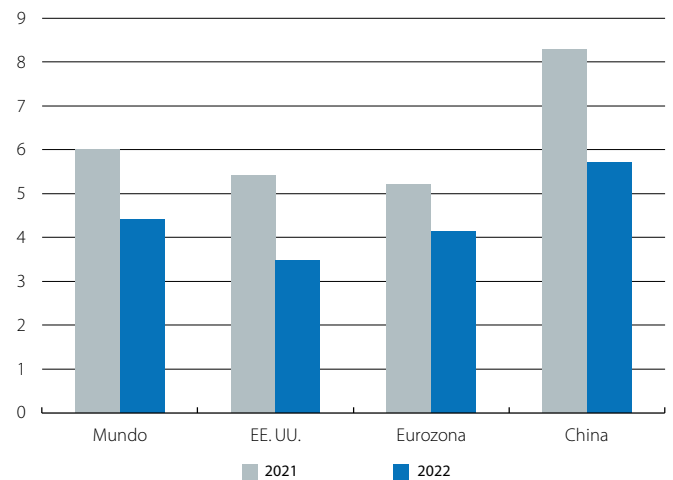
### ESTADOS UNIDOS

La inflación marcará la agenda económica en 2022. EE. UU. también está sufriendo un recrudecimiento de la pandemia y, aunque por el momento no se están endureciendo las restricciones (como sí ocurre en la eurozona), representa un factor de riesgo para el crecimiento. Otro elemento que hay que vigilar es la inflación, en clara senda alcista. Precisamente, este aumento de las perspectivas de inflación explica la actitud claramente *hawkish* de la Fed, pese a los riesgos que introduce la pandemia sobre el escenario de crecimiento (véase la sección de [Mercados financieros](#)). Además, al encarecimiento de los *inputs* ante la persistencia de los cuellos de botella se suma el aumento del coste del factor trabajo. A este respecto, llama la atención que la tasa de actividad se encuentra todavía por debajo de su nivel prepandemia, lo que puede explicarse, en parte, a cambios en los patrones de comportamiento de los trabajadores en un entorno de pandemia y que se traduce en una cifra récord de vacantes de empleo superior a los 10 millones.

Los trabajadores podrían estar aumentando su poder de negociación. A modo ilustrativo, en una reciente encuesta de Gallup el 68% de los trabajadores aprobaba los sindicatos, el mayor porcentaje de los últimos 57 años. Esta mayor «conciencia de clase» en un contexto de claro desequilibrio del mercado

### PIB: previsiones

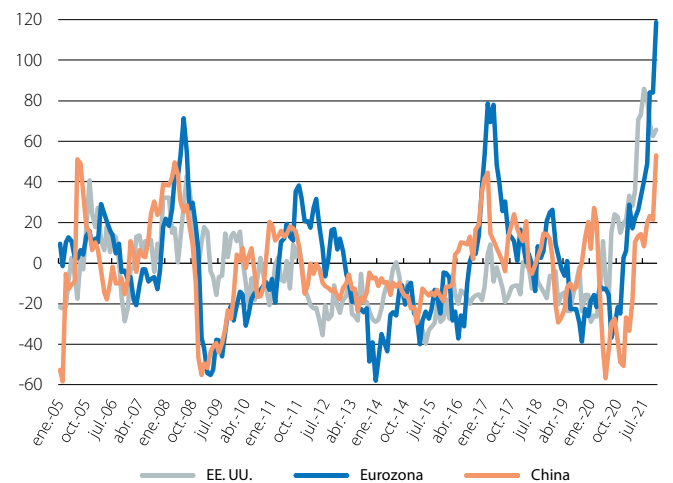
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

### Índice de sorpresas sobre la inflación

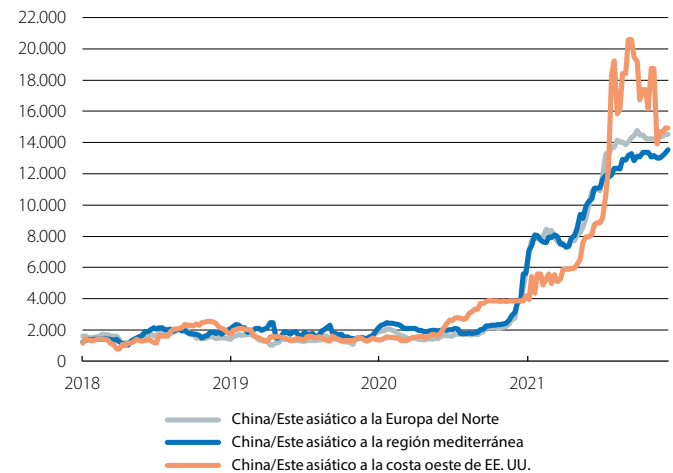
Desviación respecto a lo esperado



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

### Coste de envío de un contenedor

Dólares por un contenedor de 40 pies



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

de trabajo explica que se estén demandando salarios atractivos para volver/permanecer en el puesto de trabajo que, además, deben garantizar el poder adquisitivo en el actual contexto de precios al alza (la inflación marcó un 6,8% en noviembre, máximo de 40 años). Habrá que esperar para conocer en qué medida el aumento de la inflación termina afectando a la capacidad de compra del consumidor que, por el momento, sigue recurriendo al ahorro embalsado para financiar su gasto. Sin embargo, este «colchón» ya se ha utilizado de forma importante: la tasa de ahorro ha pasado de casi un 20% de la renta disponible en enero a un 6,9% en noviembre, ligeramente por debajo de su media prepandemia.

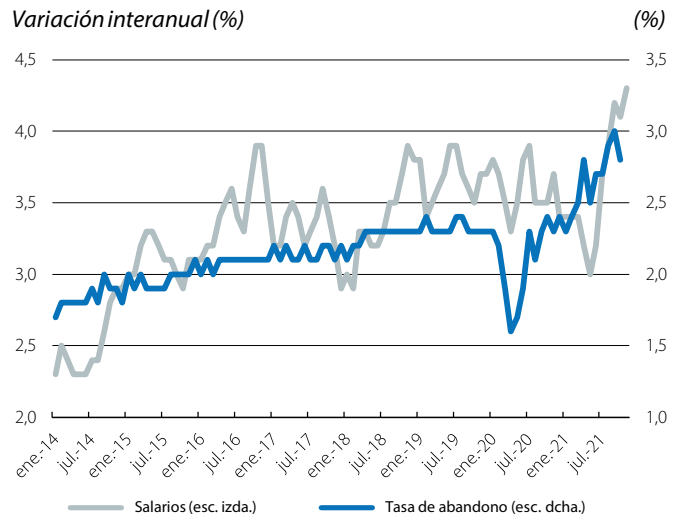
**El nuevo plan fiscal de Biden, encallado.** En este contexto, el plan fiscal *Build Back Better* de 1,75 billones de dólares de Joe Biden, centrado en un mayor gasto social y en medidas climáticas, se estancó en el Senado ante la falta de apoyo del senador demócrata Joe Manchin. Esta negativa arroja serias dudas acerca de que las medidas económicas del plan, tal y como se plantean en la actualidad, puedan ser aprobadas.

**EUROZONA**

**La expansión de la variante ómicron fuerza el endurecimiento de las restricciones.** La buena marcha de la vacunación no ha impedido una preocupante expansión del virus, obligando a adoptar fuertes medidas restrictivas en un contexto en el que persisten los problemas de oferta global. Alemania es la que mayores dudas plantea debido no solo a las estrictas medidas adoptadas para contener al virus, sino a su elevada exposición a los cuellos de botella: casi el 90% del sector manufacturero reconocía en octubre sufrir problemas de abastecimiento, frente a algo más del 50% de media en la eurozona. Además, y a nivel de toda Europa, hay que considerar la posibilidad de que algunos de los proyectos incluidos en los planes de recuperación nacionales desarrollados en el marco del NGEU deban posponerse por falta de materiales. Por tanto, los riesgos para el crecimiento en el 1T 2022 se concentran claramente a la baja.

**Mientras, los riesgos para la inflación a corto plazo se concentran al alza.** A las presiones inflacionistas generadas por los cuellos de botella se suma el encarecimiento de la electricidad por la fuerte subida de los precios del gas: se han multiplicado por siete desde enero y no dejan de batir récords. Este comportamiento se debe a que los inventarios de gas se encontraban en niveles históricamente bajos para afrontar la llegada del invierno, al tiempo que aumentaban las tensiones geopolíticas con Rusia (suministra el 30% del gas que consume Europa), a consecuencia de la paralización por parte de Alemania de la certificación para poner en marcha el gaseoducto del Nord Stream 2. No obstante, la presión sobre la inflación debería remitir tras la primavera, a medida que se resuelvan los cuellos de botella globales, ya que, a diferencia de EE. UU., en la eurozona los salarios están contenidos. Esto se debe, por un lado, a que los convenios en Europa abarcan periodos de tiempo amplios y fijan máximos en los mecanismos de indexación. Del otro, a que los mecanismos de regulación temporal de empleo han frenado la pérdida de puestos de trabajo, pero a costa de limitar la capacidad de los trabajadores de exigir mejoras salariales aprovechando la reapertura económica. En consecuencia, el crecimiento interanual de los salarios negociados descendió a míni-

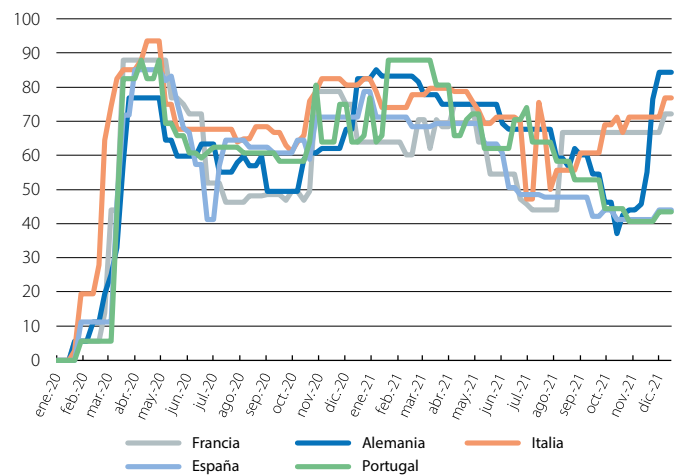
**EE. UU.: mercado laboral**



**Nota:** Los salarios corresponden a la media móvil de tres meses, crecimiento medio (según datos de la Fed de Atlanta). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

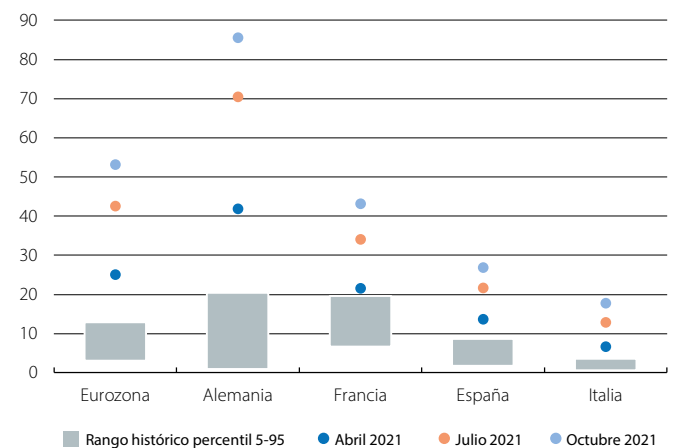
**Eurozona: índice de restricciones**

(0 = sin restricciones; 100 = máxima restricción)



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

**Eurozona: escasez de material y/o equipos, factores que limitan la producción (% de respuestas)**



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

mos históricos en el 3T. Por tanto, creemos que el aumento de la inflación será temporal y anticipamos un descenso gradual desde los máximos actuales (4,9% en noviembre-diciembre). Con todo, habrá que estar atentos a la evolución de los salarios en un contexto en el que algunos países comienzan a reconocer ciertos problemas a la hora de encontrar mano de obra.

**ECONOMÍAS EMERGENTES**

**En China se anticipa una significativa desaceleración en 2022.** La política de COVID cero, las restricciones energéticas y los problemas de su sector residencial son algunos de los mayores retos que afrontará la economía en 2022. En este sentido, las medidas adoptadas para corregir los excesos del sector residencial (más de un 12% del PIB chino), restringiendo las posibilidades de endeudamiento de los promotores, ya explicaron la fuerte corrección del sector durante 2021, tendencia que continuará a lo largo de 2022 (véase el Focus «[El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80](#)», en este mismo Informe Mensual). La necesidad de estas medidas queda justificada ante el impago por parte de Evergrande de dos cupones a comienzos de diciembre, que le ha supuesto el recorte de calificación por parte de Fitch a RD (impago restringido).

**Más positivas son las perspectivas para su sector exterior,** reforzadas por la entrada en vigor desde el 1 de enero de 2022 de la Asociación Económica Integral Regional (RCEP, por sus siglas en inglés). Es el mayor acuerdo de libre comercio del mundo, que está firmado por China y otras 14 economías de Asia Pacífico (India se retiró en 2019): engloba a cerca del 30% de la población y del PIB mundial. En cualquier caso, conviene recordar que tanto la política fiscal como la monetaria tienen margen suficiente para actuar en caso de un deterioro de la actividad mayor del esperado.

**El resto de economías emergentes afrontan un 2022 con perspectivas desiguales** y condicionadas, en parte, por su vulnerabilidad externa. Las economías asiáticas son, en general, las que presentan las mejores perspectivas, mientras que para Rusia (2,5% vs. 3,8% en 2021) y, sobre todo, Brasil (0,8% vs. 5,3%) anticipamos una sustancial desaceleración, consecuencia, en parte, de las subidas de tipos de interés iniciadas a comienzos de 2021 para contener la inflación. México también frenará sustancialmente su crecimiento en 2022 (3,0% vs. 6,2%), por el impacto negativo sobre la inversión de la retórica nacionalista del Gobierno de López Obrador y de las subidas de tipos de interés que previsiblemente se producirán una vez que la Fed inicie su propio proceso de subidas. Así pues, los riesgos para el escenario de las economías emergentes se concentran a la baja. El principal factor de riesgo se encuentra en la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, sobre todo en EE. UU., por la inestabilidad que puede generar en algunos países que, incluso, deberán elegir entre sostener el crecimiento o evitar la salida de capitales (véase el Focus «[Política monetaria en los emergentes: días difíciles a la vista](#)», en este mismo Informe Mensual). Entre los más vulnerables se encuentran Brasil, Egipto, Argentina, Sudáfrica y Turquía. De hecho, Turquía está copando los titulares en las últimas semanas por la fuerte depreciación de la lira y por las medidas, poco ortodoxas, aplicadas para controlar este movimiento (véase la sección de [Mercados financieros](#)).

**Europa: precio del gas \***

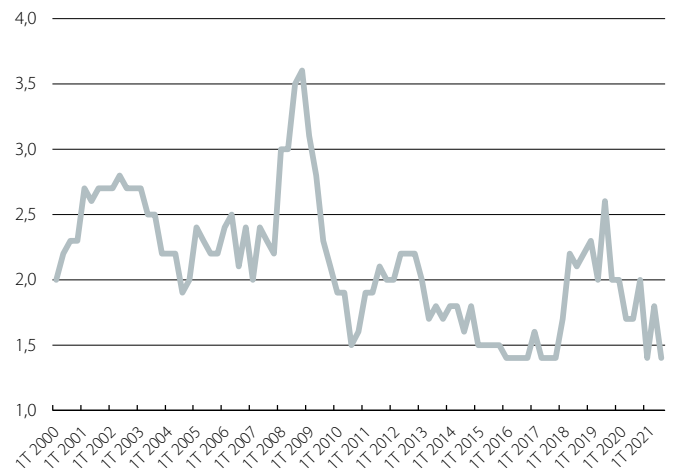
(Euros por megavatio hora)



*Nota:* \* Precio del futuro a un mes de la referencia de gas TTF Dutch.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

**Eurozona: salarios negociados**

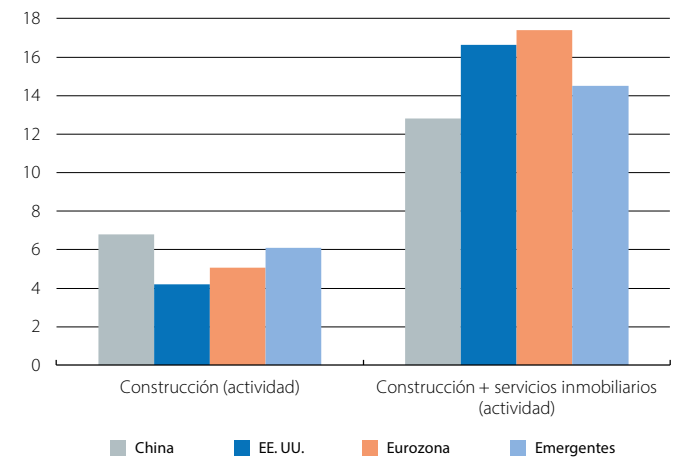
Variación interanual (%)



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

**El sector de la construcción: comparativa de medidas**

(% del PIB)



*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Goldman Sachs.

## El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80

Imagine el lector una economía que solo produce una casa como producto final a partir de tres materiales: tejas, ladrillos y acero (que también se producen domésticamente). Esta casa se vendió al comprador final por 1.000 yuanes y los materiales costaron 800 yuanes al constructor. ¿Qué importancia tiene el sector de la construcción en esta economía? Uno podría decir que la construcción representaría un 20% del PIB: al combinar insumos productivos y construir la casa, el constructor agrega un valor de 200 yuanes a la economía. Otra respuesta podría ser que la construcción representa el 100% del PIB, una vez que todo lo demás que se produce está incorporado en el producto final que vende el sector. Si la demanda por vivienda bajara, bajaría también la demanda por los materiales de construcción.<sup>1</sup> ¿Cuál es la respuesta correcta? Ambas.

Sin embargo, es importante saber qué medida es la más adecuada para estimar los efectos macroeconómicos de una ralentización del sector, en especial en el caso de China. No en vano, el sector inmobiliario chino se describe a menudo como «el sector más importante del mundo» por la envergadura que fue ganando en las últimas décadas en el modelo de crecimiento del gigante asiático. La creciente urbanización del país, el desarrollo del sector financiero y el apetito de inversores nacionales e internacionales, entre otros factores, han llevado a un *boom* inmobiliario en los últimos años. Para apaciguar este *boom*, precisamente, el Ejecutivo del país inició una serie de medidas regulatorias.<sup>2</sup> Sin embargo, la conjunción de estas medidas restrictivas con el elevado endeudamiento de algunas de las mayores promotoras inmobiliarias (destacándose, en particular, Evergrande, con unos 300.000 millones de dólares en deuda) han intensificado las preocupaciones acerca del riesgo del sector. Recientemente, la propia Fed mencionó su potencial desestabilizador en la economía mundial.

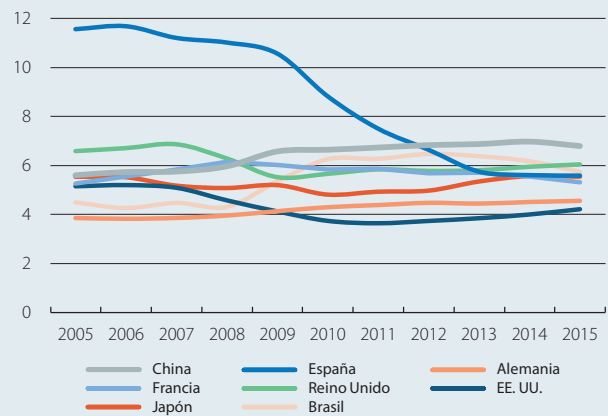
### ¿Cuán importante es el sector de la construcción para la economía china?

Si consideramos la actividad del sector de la construcción en China, podemos percibir que su importancia relativa en la economía es considerable (un 7% del PIB), pero no excede de manera significativa lo observado en algunas de las mayores economías del mundo (véase el primer

1. Además, la producción de estos materiales habría requerido materias primas como la arcilla o el mineral de hierro, lo que debería también tenerse en cuenta en el cálculo final de las contribuciones sectoriales.  
 2. En concreto, se han definido tres criterios de liquidez conocidos como las «tres líneas rojas». Estas incluyen un límite del 70% en la ratio de pasivos con respecto a activos, un límite del 100% en la ratio de apalancamiento neto y un coeficiente mínimo de 1 en la ratio de liquidez (con respecto a deuda de corto plazo). Dependiendo de cuántas «líneas rojas» no cumplan, los promotores se enfrentan a distintos límites al crecimiento de su deuda y, en el límite, pueden perder el acceso al crédito.

### Sector de la construcción: medida de actividad

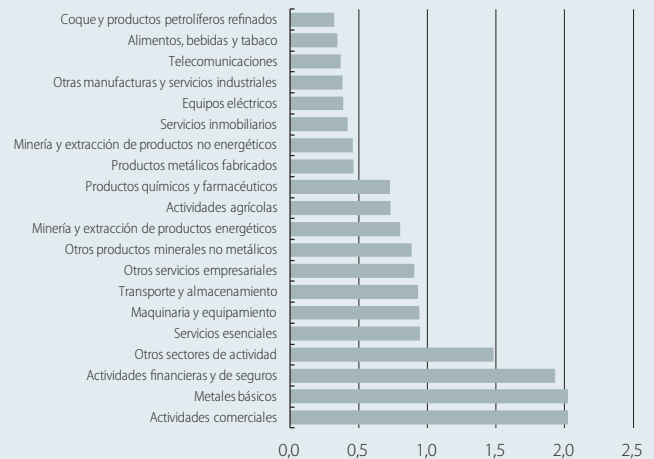
Valor añadido del sector de la construcción (en % del VAB total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

### China: el efecto arrastre del sector de la construcción

(En % del VAB total) \*



Nota: \* Valor añadido de cada sector de actividad generado indirectamente por la demanda del sector de la construcción (efecto arrastre).  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Goldman Sachs.

gráfico). Notablemente, el peso relativo del sector se sitúa por debajo de lo observado en España en la década de los 2000, cuando el sector de la construcción llegó a pesar más del 10% del PIB.

Por otro lado, si añadiéramos a este cálculo la actividad de los servicios inmobiliarios, el peso del sector llegaría al 13% del PIB en China, sustancialmente por debajo de lo observado en otros países (17% en España, EE. UU. y Japón; 18% en Alemania, o 20% en el Reino Unido). Esta diferencia se puede explicar por tratarse todavía de un mercado inmobiliario en fase de desarrollo, donde la construcción representa una proporción más importante del total.

Otra manera de computar la relevancia del sector en la economía es analizando su peso en la demanda final. Es

decir, debemos analizar tanto su aportación directa a la producción de bienes y servicios como su efecto indirecto por la demanda adicional que genera en la economía, a través de su vínculo con otros sectores de actividad, o efecto arrastre. En este sentido, al peso directo del sector de la construcción en la demanda final de la economía china (un 7%) debemos añadir la demanda adicional que genera en otros sectores, como los servicios inmobiliarios (0,4%) o en actividades comerciales y metales básicos (2,0% en cada sector), en actividades financieras (1,9%) o bienes de equipo (0,9%) (véase el segundo gráfico). En conjunto, el efecto arrastre del sector de la construcción llega a un 17,5%. Esto implica que, en términos de demanda final, llegaríamos a una estimación de la importancia del sector inmobiliario en la economía china de alrededor del 24% del PIB.<sup>3</sup>

Haciendo un ejercicio similar de efectos directos y de arrastre para otros grandes países encontramos que el peso del 24% de China se acercaría al de otras economías emergentes, y se situaría ligeramente por encima de algunos vecinos asiáticos como Japón y Corea del Sur (ambos con un 20%). Por otro lado, superaría significativamente lo observado en otras economías avanzadas, donde el peso ronda el 18% del PIB (véase el tercer gráfico).

**¿Cuán grande puede llegar a ser (el efecto) Evergrande?**

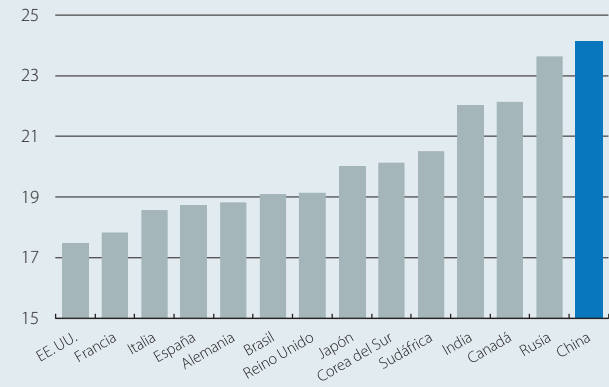
A medio plazo, la disminución de la inversión en construcción ya era esperada y buscada por el Gobierno chino como parte de su visión a largo plazo para promover la «prosperidad compartida». Esta reducción de la importancia del sector inmobiliario es parte del cambio de tono (y de velocidad) que esperábamos en el modelo de crecimiento chino. A pesar de esta desaceleración, es importante también subrayar que la inversión inmobiliaria en China deberá mantener un buen ritmo, teniendo en cuenta la tendencia de urbanización creciente y el rápido crecimiento de los ingresos per cápita de los ciudadanos.

El Ejecutivo chino intentará reducir gradualmente la «huela» del sector de construcción en la economía y evitar un escenario de aterrizaje impetuoso del sector inmobiliario. Por otro lado, los servicios inmobiliarios podrán ir ganando más peso a medida que el mercado llegue a una fase más

3. Podemos también comparar estas estimaciones, por ejemplo, con las de Rogoff, K. S. y Yiang, Y. (2020) «Peak China Housing», NBER Working Paper 27697. Siguiendo un abordaje similar, los autores han estimado el peso del sector en un 30% en 2014. En este mismo año, Francia y el Reino Unido comparten el segundo lugar, con el 20%. El máximo anterior se encuentra en España, en el año 2006, con un peso del inmobiliario de un 29% del PIB. Otros analistas, como Goldman Sachs, apuntan a una «medida amplia» del sector inmobiliario chino de entre un 18% y un 30% del PIB. Se resalta que una medida más precisa se podría situar en torno al 23%, excluidas, por ejemplo, las infraestructuras, que representan un 7% del PIB. Por otro lado, la exclusión de la actividad de servicios inmobiliarios (no incluidos en su totalidad en nuestra medida de demanda final) llevaría a una estimación cercana al 18% del PIB.

**Sector de la construcción: medida de demanda final**

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Goldman Sachs.

madura, lo que irá mano a mano con la tendencia de terciarización (el aumento relativo del peso de los servicios con respecto a la agricultura o la industria) de la economía. Sin embargo, existen algunos riesgos de que este aterrizaje suave se vuelva algo más turbulento. Por ejemplo, un colapso desordenado de un gran promotor inmobiliario podría afectar la confianza en el mercado y llevar a una «parada repentina» en el sector similar a lo ocurrido en 2014-2015, cuando la inversión residencial y los precios de la propiedad cayeron abruptamente en un corto periodo de tiempo.

Si solo tuviéramos en cuenta sus efectos directos, una caída de una magnitud similar (de un 20%) en la actividad del sector inmobiliario generaría una caída del PIB en torno al 5%. Si esta ralentización se observara exclusivamente en el sector de la construcción, con las infraestructuras excluidas, la caída asociada se acercaría al 3% del PIB.

Sin embargo, estas estimaciones ignoran los efectos del contagio financiero que podría producir una crisis inmobiliaria más descontrolada y tampoco tienen en cuenta medidas de política fiscal o monetaria para mitigar daños en la economía.

De momento, a pesar de la elevada incertidumbre, el Gobierno chino parece empeñado en seguir adelante con las reformas a largo plazo anunciadas y eso aumenta los riesgos de que el sector inmobiliario experimente un ajuste significativo. En este contexto, se deberá tener en cuenta el posible contagio internacional, tanto por vía de una ralentización de la economía china como del contagio financiero provocado por una ralentización más significativa del sector. Este será un tema que analizaremos en próximos artículos del *Informe Mensual*. En el equilibrio entre la reestructuración del sector y la estabilidad económica del país a corto plazo, será clave mantener la confianza de los compradores en el mercado y aislar lo más posible otros sectores de actividad del ambicionado ajuste inmobiliario.

Luís Pinheiro de Matos

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

## ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,3	-3,4	-2,3	0,5	12,2	4,9	-	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,0	2,1	4,7	11,9	26,2	13,7	13,2	14,9	16,5
Confianza del consumidor (valor)	128,3	101,0	93,8	99,1	122,1	116,7	109,8	111,6	111,9
Producción industrial	-0,8	-7,2	-4,3	-1,6	14,7	5,6	4,7	5,3	5,3
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,2	52,5	59,0	61,4	60,8	60,2	61,1	60,8	61,1
Viviendas iniciadas (miles)	1.295	1.396	1.575	1.599	1.588	1.562	1.550	1.502	1.679
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	217	228	239	249	262	274	277	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,7	8,1	6,8	6,2	5,9	5,1	4,8	4,6	4,2
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,8	56,8	57,4	57,6	58,0	58,5	58,7	58,8	59,2
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	1,8	1,2	1,2	1,9	4,8	5,3	5,4	6,2	6,8
Inflación subyacente	2,2	1,7	1,6	1,4	3,7	4,1	4,0	4,6	4,9

## JAPÓN

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	-0,2	-4,5	-0,8	-1,8	7,3	1,1	-	-	-
Confianza del consumidor (valor)	38,9	31,1	33,0	33,3	35,4	37,3	37,8	39,2	39,2
Producción industrial	-2,7	-10,6	-4,2	-1,5	19,9	5,9	-2,3	-2,6	3,7
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-10,0	5,0	14,0	18,0	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,4	2,8	3,0	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,8
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	0,2	-0,1
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6
Inflación subyacente	0,6	0,2	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7

## CHINA

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Actividad</b>									
PIB real	6,0	2,2	6,5	18,3	7,9	4,9	-	-	-
Ventas al por menor	8,1	-2,9	4,6	34,0	14,1	5,1	4,4	4,9	3,9
Producción industrial	5,8	3,4	7,1	24,6	9,0	4,9	3,1	3,5	3,8
PMI manufacturas (oficial)	49,7	49,9	51,8	51,3	51,0	50,0	49,6	49,2	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	421	524	524	621	605	634	634	661	658
Exportaciones	0,5	3,6	16,6	48,9	30,7	24,4	28,1	27,1	22,0
Importaciones	-2,7	-0,6	5,7	29,4	44,1	25,9	17,5	20,6	31,7
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,9	2,5	0,1	0,0	1,1	0,8	0,7	1,5	2,3
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	4,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Renminbi por dólar	6,9	6,9	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4

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

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard &amp; Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Ventas al por menor (variación interanual)	2,4	-0,9	1,6	2,6	12,7	2,4	2,6	1,4	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,3	-8,5	-1,4	3,6	23,6	5,9	5,1	3,3	...
Confianza del consumidor	-7,0	-14,3	-15,6	-13,7	-5,5	-4,6	-4,0	-4,8	-6,8
Sentimiento económico	103,7	88,2	91,4	95,3	114,3	118,1	117,8	118,6	117,5
PMI manufacturas	47,4	48,6	54,6	58,4	63,1	60,9	58,6	58,3	58,4
PMI servicios	52,7	42,5	45,0	46,9	54,7	58,4	59,0	54,6	55,9
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,3	-1,5	-1,8	-1,7	2,0	...	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	7,6	7,9	8,2	8,1	8,0	...	7,4	...	...
Alemania (% pobl. activa)	3,2	3,9	4,1	3,9	3,6	...	3,3	...	...
Francia (% pobl. activa)	8,4	8,0	8,0	8,0	8,2	...	7,7	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,0	9,3	9,8	10,1	9,8	...	9,2	...	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	1,6	-6,5	-4,4	-1,1	14,4	3,9	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,1	-4,9	-2,9	-3,0	10,0	2,6	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,8	-8,0	-4,3	1,5	18,8	3,3	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,4	-9,0	-6,6	-0,6	17,1	3,9	-	-	-

## Precios

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
General	1,2	0,3	-0,3	1,1	1,8	2,8	3,4	4,1	4,9
Subyacente	1,0	0,7	0,2	1,2	0,9	1,4	1,9	2,1	2,6

## Sector exterior

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Saldo corriente</b>	2,4	2,1	2,1	2,8	3,0	3,0	2,9	2,8	...
Alemania	7,4	7,0	7,0	7,1	7,6	7,4	7,1	9,1	...
Francia	-0,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,8	...
Italia	3,2	3,4	3,4	3,4	3,8	3,6	3,8	2,4	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	92,3	93,8	95,5	95,3	94,9	94,0	93,9	93,8	92,9

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	3,8	6,3	7,0	6,4	2,3	1,8	2,1	2,5	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,1	3,1	3,9	4,1	4,1	4,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	8,0	12,9	15,2	16,1	12,4	11,4	11,5	11,1	...
Otros depósitos a corto plazo	0,3	0,6	1,4	1,0	-0,6	-2,0	-2,5	-1,6	...
Instrumentos negociables	-1,9	8,1	15,5	13,8	12,2	9,6	6,8	11,1	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

**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.

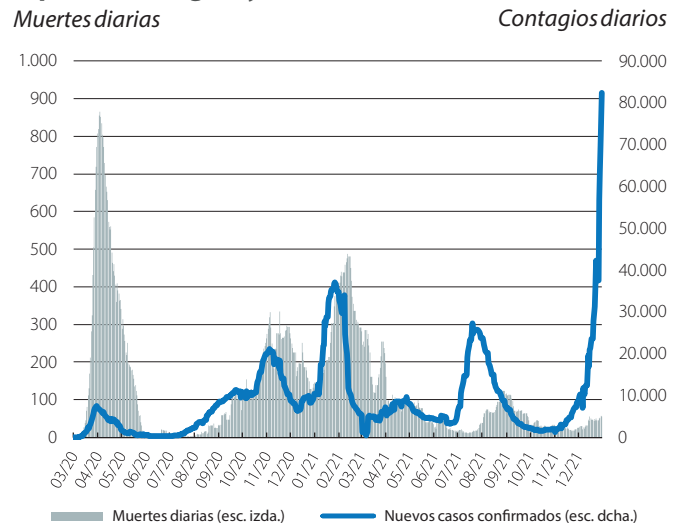
## 2022, el año para apuntalar la recuperación de la economía española

**2021, una intensa pero incompleta recuperación.** Tras el desplome sin precedentes de la economía el año anterior, provocado por la crisis derivada de la COVID-19, en 2021 asistimos también a una histórica recuperación del PIB. Gracias al amplio despliegue de la vacunación que facilitó el levantamiento de las medidas restrictivas y al apoyo de las políticas económicas, el PIB avanzó en 2021, según nuestras estimaciones, un 4,8%, la tasa más elevada desde el año 2000. No obstante, este ritmo de crecimiento es inferior al que se preveía a comienzos del año y, a cierre de año, el nivel de PIB aún se situaría un 4,6% por debajo del último trimestre de 2019. La incompleta recuperación de los flujos turísticos internacionales y del consumo de los hogares, pese al elevado ahorro acumulado durante las restricciones, han restado vigor a la recuperación de la economía española en comparación con las otras grandes economías de la eurozona. Donde sí se ha cerrado el *gap* que generó la irrupción de la pandemia ha sido en el mercado laboral, con una recuperación más rápida e intensa que en el caso de la actividad, que permitió alcanzar ya en julio los niveles prepandemia en términos de empleo efectivo (trabajadores que no están en situación de ERTE). El año cerró con un récord de afiliados, 19.825 millones, lo que supone 776.478 más que en diciembre de 2020 y 416.373 más que a finales de 2019. Además, el número de trabajadores en ERTE a 31 de diciembre se redujo hasta 122.672, es decir, 580.136 menos que un año antes.

**Ómicron empaña el comienzo de 2022.** La sexta ola, con la irrupción de la variante ómicron, más contagiosa que las anteriores, ha disparado la incidencia acumulada, generando incertidumbre y la reimplantación de algunas restricciones. No obstante, aunque la incidencia acumulada superó los 2.000 contagios por 100.000 habitantes en los primeros días del año, gracias a las elevadas tasas de vacunación (se ha empezado a administrar la dosis de refuerzo) la situación epidemiológica se ha mantenido más controlada que en olas anteriores, tanto en términos de presión hospitalaria como de mortalidad. En este contexto, los últimos indicadores apuntarían a un comportamiento de la actividad algo menos dinámico. Así, los PMI anotaron en diciembre una ralentización, aunque aún se mantienen en zona expansiva (por encima de 50). El PMI de la industria bajó al 56,2, mínimo de 10 meses, desde el 57,1 de noviembre, afectado por los problemas de suministro y una moderación de los nuevos pedidos. Asimismo, el PMI de los servicios se situó en 55,8 frente al 59,8 del mes anterior, acusando el impacto de la variante ómicron sobre la actividad del sector, especialmente en las empresas de restauración y ocio, que registraron cancelaciones de reservas.

**La inflación cerró 2021 en máximos de tres décadas.** En diciembre, la inflación volvió a sorprender al alza y se elevó hasta el 6,7% (5,5% en noviembre), el cierre de año más elevado desde 1989, mientras que la subyacente alcanzó el 2,1% (1,7%

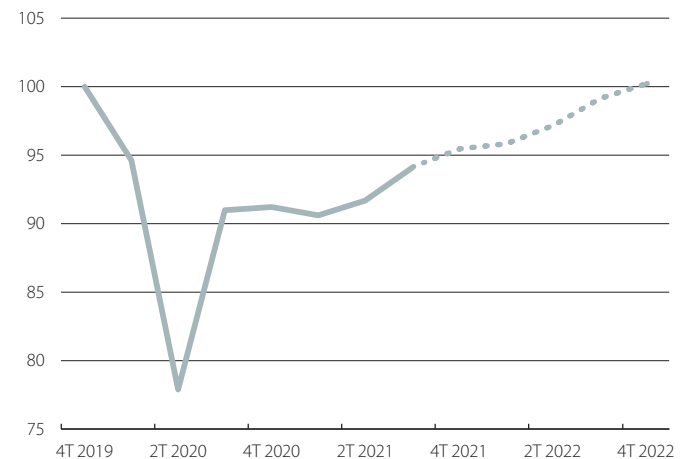
### España: contagios y fallecidos diarios



**Nota:** Promedios de 7 días de contagios y muertes. Datos por fecha de notificación.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad.

### España: PIB

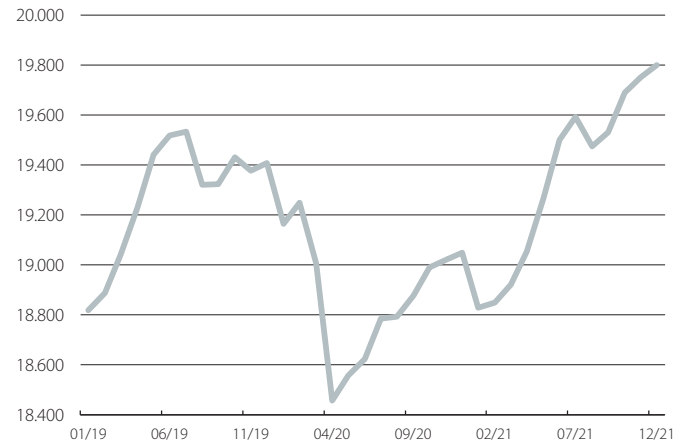
Nivel (100=4T2019)



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

### España: afiliados a la Seguridad Social

(Miles)



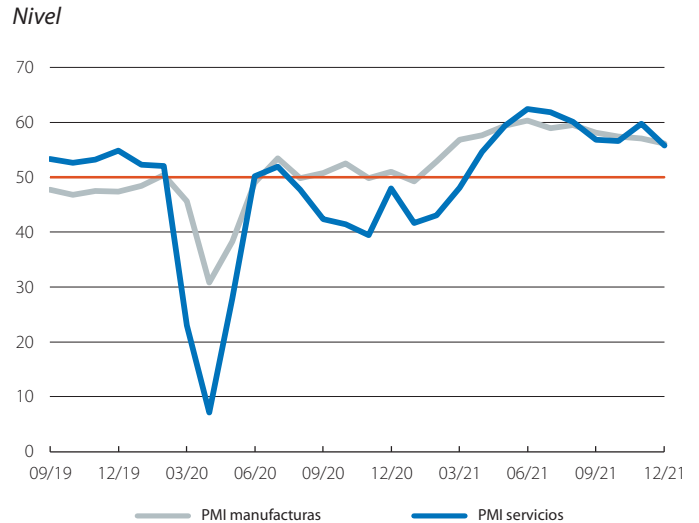
**Nota:** Datos medios mensuales sin desestacionalizar.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Seguridad Social.

en noviembre): hay que retroceder hasta 2012 para encontrar una tasa subyacente tan elevada en diciembre. El principal responsable de esta escalada ha sido el componente energético, en especial los elevados precios de la electricidad; pero también han influido los efectos de base, al comparar con un año que anotó una fuerte caída de los precios de la energía, y los cuellos de botella provocados por el despegue de la demanda. Aunque la inflación aún se mantendrá elevada los próximos meses, esperamos una moderación en la segunda parte del año. Si bien parte del encarecimiento de la energía podría trasladarse a los precios de servicios y bienes industriales, afectados también por los cuellos de botella, no esperamos que haya efectos de segunda ronda suficientemente severos como para causar una inflación persistentemente alta a medio plazo (de momento, los incrementos salariales están siendo moderados, gracias a la naturaleza plurianual de la negociación colectiva y al peso reducido de las cláusulas de salvaguarda). En este sentido, las expectativas de inflación a 10 años en España siguen ancladas cerca del 2%. Con la cautela que exige el contexto actual, marcado por la elevada incertidumbre, prevemos que la inflación general se mantenga por encima del 5% hasta mediados de año, para posteriormente corregirse significativamente al comparar ya con la intensa escalada del tramo final de 2021. De este modo, el promedio anual en 2022 se situaría en torno al 4,5%. Por su parte, la subyacente continuaría aumentando hasta situarse a mediados de año sobre el 3%, anotando una tasa del 2,6% en el promedio anual.

**El tirón de los ingresos favorece la corrección del déficit público.** El déficit público se sitúa en el 3,9% del PIB en el acumulado de los 10 primeros meses de 2021 (déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales). Ello supone una mejora sustancial con respecto al nivel de 2020 (déficit del 7,2%), pero todavía lejos del registro de 2019 (déficit del 1,3%). Los gastos consolidados crecen a un ritmo del 2,5% interanual (y un 13,9% respecto a enero-octubre de 2019), mientras que los ingresos rebotan de forma muy notable (12,6% interanual y 6,2% respecto al mismo periodo de 2019) gracias al dinamismo de la recaudación tributaria. Sin duda, la pandemia continúa ejerciendo un impacto elevado sobre las cuentas públicas, pero menor que en 2020.

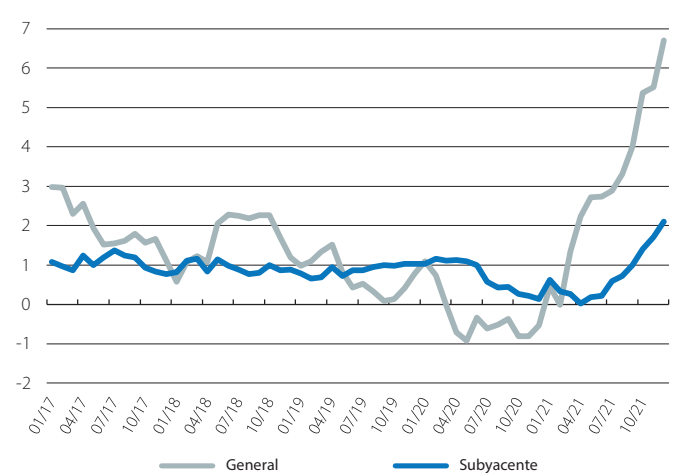
**En 2022 se consolidará la senda de crecimiento.** Si bien la situación epidemiológica sigue siendo uno de los principales condicionantes en el escenario para 2022, cabe esperar una decreciente incidencia de la pandemia sobre la actividad económica y prevemos una aceleración gradual de la actividad, con un crecimiento del PIB del 5,5% en el conjunto del año, gracias al mayor control de la pandemia, una recuperación del gasto de las familias según el ahorro embalsado durante las restricciones, la recuperación del turismo y la aceleración en la ejecución de los fondos NGEU, en un contexto de mantenimiento de las condiciones financieras favorables. Aunque en los primeros compases del año la actividad mantendrá cierta debilidad, todavía condicionada por la escalada de los precios energéticos y los cuellos de botella, consideramos que se irán amortiguando paulatinamente a partir del 2T 2022.

**España: indicadores de actividad, PMI**



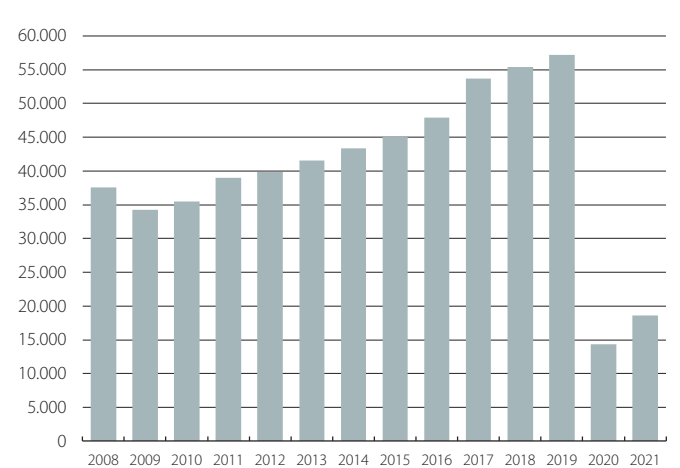
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

**España: IPC**  
Variación interanual (%)



Nota: El último dato se refiere al indicador adelantado.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: ingresos por turismo**  
Millones de euros



Nota: Datos acumulados de enero-septiembre.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (balanza de pagos).

## La pujanza de la demanda de vivienda, una de las sorpresas más positivas de 2021

En un contexto de gradual recuperación de la economía española a lo largo de 2021, el mercado inmobiliario ha exhibido una tendencia muy positiva, sobre todo por el lado de la demanda. Hasta octubre, se realizaron 468.000 operaciones de compraventa, lo que supone un crecimiento del 36% respecto a 2020 y del 8,3% respecto a 2019; de tal manera que la actividad va camino de cerrar el año 2021 con unas 545.000 compraventas, máximo desde 2008. Entre comunidades autónomas (CC. AA.), en lo que llevamos de 2021, solo hay tres regiones que aún no han recuperado los niveles de actividad prepandémicos: País Vasco, muy perjudicada por la crisis sanitaria, y Canarias y Baleares, las más dependientes de la llegada de turistas internacionales.

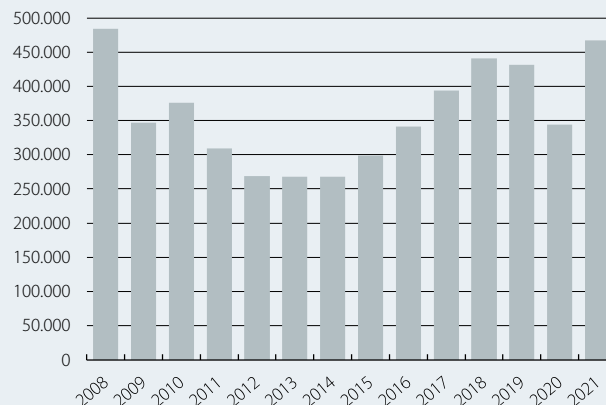
Gran parte de esta reactivación procede del afloramiento de la demanda embalsada y del ahorro «forzoso» acumulado durante los meses de confinamiento y fuertes restricciones de movilidad que, en combinación con unas condiciones de financiación favorables, han hecho más atractiva la compra y la inversión en activos inmuebles. Sin embargo, con el paso del tiempo, algunos de los aspectos que han caracterizado la demanda posconfinamiento comienzan a suavizarse: (i) la reactivación de la demanda no solo se debe a la vivienda nueva, sino que la usada también está tomando impulso y ya se sitúa por encima de los niveles pre-COVID; (ii) se ha ido moderando la preferencia por vivir fuera de las grandes ciudades o capitales de provincia; (iii) el tamaño de las viviendas adquiridas parece haberse estancado en el 1T 2021, tras aumentar significativamente en 2020; (iv) el porcentaje sobre el total de las compraventas de vivienda unifamiliar tocó techo a finales de 2020, y (v) la demanda por parte de extranjeros se va reactivando, sobre todo a partir del verano, tras la reducción de las restricciones de movilidad y la llegada de no residentes.

### En 2022, los principales factores condicionantes de la demanda residencial seguirán apoyando al sector

A pesar de la nueva ola de contagios, las perspectivas para el conjunto del año son favorables y esperamos que el mercado laboral mantenga un buen ritmo de creación de empleo; la renta disponible de las familias está dando claros signos de recuperación y gran parte del ahorro acumulado en los momentos más críticos de la pandemia se está destinando también a la inversión en vivienda; la formación de hogares se recupera tras el descenso que sufrió durante los meses de confinamiento; la demanda extranjera de vivienda confiamos que seguirá recobrándose, y las condiciones de financiación seguirán siendo favorables. A pesar de todo ello, el intenso ritmo de crecimiento

### España: compraventas de viviendas

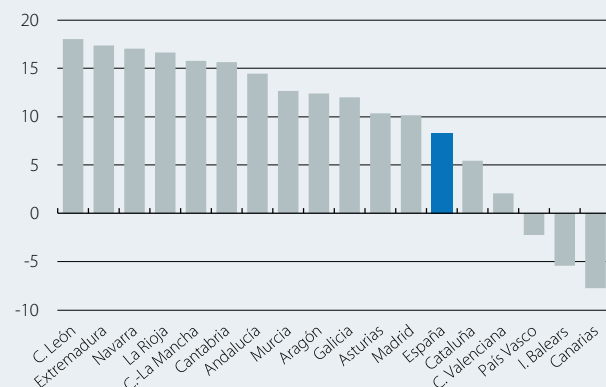
Número de viviendas. Acumulado de enero a octubre



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

### España: compraventas de vivienda por CC. AA.

Variación acumulada en enero-octubre de 2021 vs. enero-octubre de 2019 (%)



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

de 2021 no parece sostenible y ciertos factores temporales que han impulsado la demanda en 2021 irán perdiendo intensidad en 2022, de modo que esperamos una moderación hacia niveles similares a los de 2018-2019, levemente por encima de las 500.000 transacciones anuales.

### La oferta se está recuperando, pero podría verse lastrada por la escasez de suministros

Las certificaciones de fin de obra mantienen el buen tono de 2020: en los nueve primeros meses de 2021 se han terminado unas 68.600 viviendas, lo que supone un repunte del 13% respecto a 2020 y del 26% respecto a 2019. Sin embargo, estas cifras no reflejan la situación actual de la oferta de vivienda nueva, ya que se refieren a promociones comenzadas, en muchos casos, antes de la pandemia. Por su parte, los visados de obra nueva repuntan hasta

septiembre un 26% anual, pero aún se encuentran un 4% por debajo de los niveles de 2019.

En cualquier caso, de mantenerse el ritmo actual, se habrán emitido unos 105.000 visados en el conjunto de 2021, cifras muy similares a las de 2018 y 2019. Además, las perspectivas a medio y largo plazo para la producción de nueva vivienda siguen siendo positivas, teniendo en cuenta la fortaleza de los factores que impulsan la demanda y el efecto dinamizador de la llegada de los fondos de reconstrucción europeos NGEU, que, en el ámbito de la vivienda, irán destinados a la rehabilitación y a aumentar la oferta de vivienda en alquiler. Por el contrario, el encarecimiento de las materias primas y los problemas en las cadenas de suministros podrían suponer un lastre para la oferta. Según datos de Eurostat, los costes del sector están creciendo en septiembre por encima del 12% anual (máximo histórico) y los precios de ciertos suministros, por encima del 16%.

**Los precios de la vivienda inician una senda ascendente**

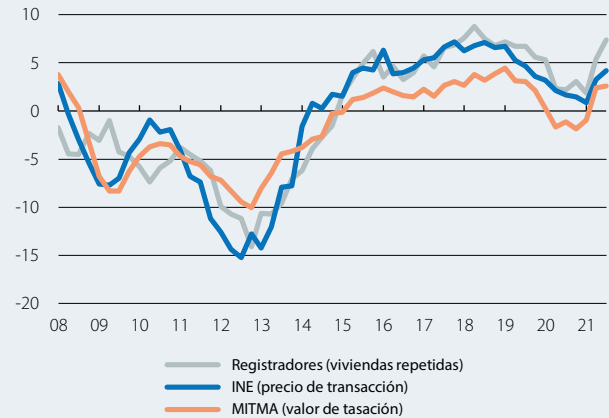
El impulso generalizado de la demanda y la menor capacidad de reacción por parte del sector promotor están provocando un alza en los precios, sobre todo, en el segmento de vivienda nueva. Desde que las tasas interanuales tocan suelo entre el 4T 2020 y el 1T 2021 (dependiendo del indicador), los precios han mostrado una trayectoria ascendente a lo largo de 2021, repuntando entre 3,3 p. p. (índice de precios del INE) y 5,5 p. p. (índice de precios del Colegio de Registradores) hasta el 3T 2021. Así, los precios se encuentran un 6,6% por encima de los niveles prepandemia, si bien aún un 12% por debajo de los máximos de 2007 (según el índice de precios del INE). Esta tendencia se observa en todas las CC. AA., aunque de forma heterogénea y, además, no todas las regiones han superado aún los niveles prepandemia (Navarra, Aragón y Castilla y León, entre otras).

A corto plazo, el mayor tirón de la demanda respecto a la oferta, el encarecimiento de los costes de construcción (este efecto está siendo más persistente de lo esperado inicialmente), así como la propia inercia que suele tener el precio de la vivienda son factores que sugieren que este seguirá teniendo recorrido al alza.

A medio y largo plazo, teniendo en cuenta la ausencia de desequilibrios en los principales determinantes de demanda y de oferta, no esperamos que los precios entren en una espiral alcista preocupante, sino que, previsiblemente, su crecimiento estará más acorde con la evolución de la renta de las familias, una vez se diluya el «efecto champán» de la demanda, la oferta se recupere de forma más significativa y se moderen los precios de las materias primas.

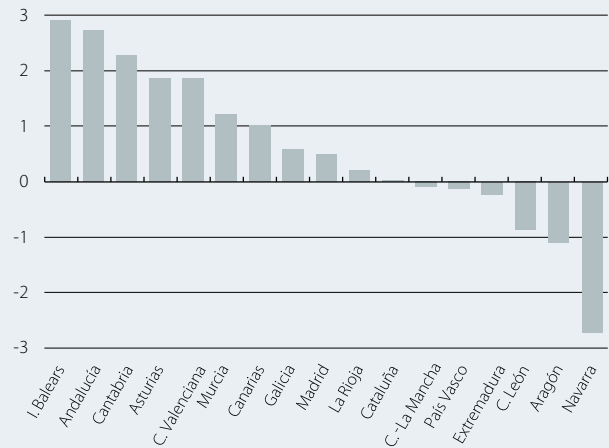
*Pedro Álvarez Ondina*

**España: índices de precios de la vivienda**  
Variación interanual (%)



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

**España: precio de la vivienda por CC. AA. \***  
Variación 3T 2021 vs. 4T 2019 (%)



Nota: \* Basado en el valor de tasación de la vivienda libre publicado por el MITMA.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA, del INE y del Colegio de Registradores.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,7	-9,4	-2,2	3,0	27,9	1,6	-0,9	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,9	-14,0	-11,0	-7,3	2,5	2,1	5,4	2,4	...
PMI de manufacturas (valor)	49,1	47,5	51,1	53,0	59,2	58,9	57,4	57,1	56,2
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,9	-19,1	-1,8	15,0	24,3	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	3,6	-12,5	-17,2	-17,3	0,6	22,2	30,2	...	...
Precio de la vivienda	5,1	2,1	1,5	0,9	3,3	4,2	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-72,7	-85,5	-81,3	-52,7	-3,2	27,6	...
PMI de servicios (valor)	53,9	40,3	43,0	44,3	58,8	59,6	56,6	59,8	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	2,3	-7,1	-2,9	-0,4	20,5	-0,3	-0,7	4,9	...
Matriculaciones de automóviles	-3,6	-29,3	-13,2	12,7	661,0	-24,5	-20,5	-12,3	-18,7
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,3	-22,1	-11,1	-9,1	-6,8	-12,5	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	2,3	-2,9	-3,1	-2,4	5,7	4,5	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	14,1	15,5	16,1	16,0	15,3	14,6	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	2,6	-2,0	-2,0	-1,4	3,9	3,8	3,7	3,8	4,1
<b>PIB</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>17,7</b>	<b>3,4</b>	-	-	-

**Precios**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
General	0,7	-0,3	-0,7	0,6	2,6	3,4	5,4	5,5	6,7
Subyacente	0,9	0,7	0,2	0,4	0,1	0,8	1,4	1,7	2,1

**Sector exterior**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-10,0	-8,1	8,7	15,2	17,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-14,7	-14,0	3,3	13,5	17,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>26,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>	...	...
Bienes y servicios	36,5	16,5	16,5	16,0	17,0	19,7	21,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-10,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	-8,2	-8,4	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>30,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>15,7</b>	<b>19,7</b>	<b>21,2</b>	...	...

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

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	5,4	7,5	8,7	8,9	4,9	4,8	4,9	...	...
A la vista y ahorro	10,7	12,3	13,7	14,1	9,2	8,9	8,7	...	...
A plazo y preaviso	-13,4	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	...	...
Depósitos de AA. PP.	8,8	1,0	11,8	11,2	16,3	15,1	20,1	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-1,5	1,2	2,4	2,3	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	...
Empresas no financieras	-3,4	4,9	7,9	7,8	-0,7	-1,9	-1,9	-1,2	...
Hogares - viviendas	-1,3	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,6	0,7	1,1	...
Hogares - otras finalidades	3,2	0,8	-0,1	-1,8	-0,7	-1,2	-0,9	-1,6	...
Administraciones públicas	-6,0	3,0	8,8	9,5	17,4	22,7	16,7	12,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	...	...	...

Notas: 1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.

## Portugal: 2021, el año de la recuperación y 2022, el de la consolidación

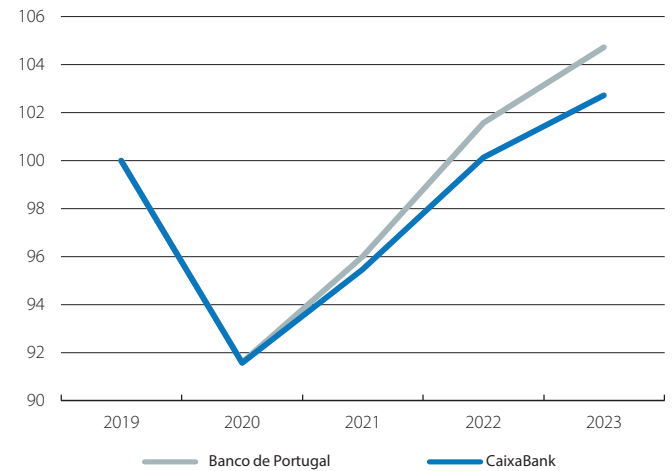
La economía portuguesa acelerará su ritmo de crecimiento en 2022. La COVID-19 siguió condicionando el desempeño de la economía a lo largo de 2021, con un crecimiento de los contagios muy relevante a comienzos de año que llevó a la implantación de restricciones, si bien el rápido avance del proceso de vacunación permitió llegar a finales de año con casi el 90% de la población totalmente vacunada. En un contexto de progresivo levantamiento de las restricciones ante el éxito de la vacunación, el PIB habría crecido, según nuestras estimaciones, un 4,3% en el conjunto de 2021, lo que supone una fuerte recuperación, pero aún insuficiente para compensar la caída histórica registrada en 2020 (-8,4%). Sin embargo, la aparición de la nueva variante ómicron –más contagiosa–, la crisis energética y los problemas en las cadenas de suministro mundiales han enturbiado las perspectivas. Aun así, esperamos que el PIB crezca un 4,9% este año, apoyado por el turismo, los fondos europeos y la canalización hacia el consumo de los ahorros acumulados durante los periodos más restrictivos de reclusión. La pandemia, el riesgo de prolongación de la crisis energética y los problemas de las cadenas de suministro mundiales siguen siendo una fuente de incertidumbre, pero son factores que deberían resolverse en la segunda mitad del año, y la posibilidad de adaptar las vacunas existentes a las nuevas variantes invita a pensar que solo veremos episodios ocasionales de mayor incertidumbre, sin un efecto persistente sobre la actividad económica.

Los indicadores más recientes apuntan a una moderación del crecimiento en el 4T 2021, si bien el consumo sigue siendo el principal motor de la recuperación. En noviembre, los pagos con tarjeta aumentaron un 10,7% respecto al mismo periodo de 2019 y las ventas del comercio minorista, un 5,4%, a pesar de la caída del consumo de carburantes. El sector de la exportación también está contribuyendo al repunte, ya que las exportaciones de bienes en noviembre superan a las de 2019 en un 18%. Otros indicadores –como la producción industrial y los vuelos registrados en los aeropuertos portugueses– muestran que el *gap* respecto a los niveles de 2019 sigue siendo negativo, pero cada vez es menor. Así, en noviembre, la producción industrial se situó tan solo un 2,8% por debajo de noviembre de 2019 y los vuelos, un 13,6% por debajo.

El mercado laboral se está recuperando más rápido que la actividad económica. En octubre, los datos preliminares apuntaban a un nivel de empleo claramente superior a las cifras anteriores a la pandemia (1,1%, es decir, 52.100 puestos de trabajo más), mientras que la tasa de paro se mantenía sin cambios en el 6,4%. Asimismo, en noviembre, el paro registrado en las oficinas de empleo descendió por octavo mes consecutivo, un 1,6% (-13,2% interanual), aunque aún por encima del nivel pre-COVID (+13%, +39.900 personas). El descenso interanual del paro ha sido especialmente intenso en la construcción, el comercio, los servicios inmobiliarios, los servicios administrativos y de apoyo y la hostelería y la restauración, que explican casi el 60% del descenso interanual del paro registrado. No obstante, en este último sector se produce un aumento mensual

### Portugal: previsiones del PIB

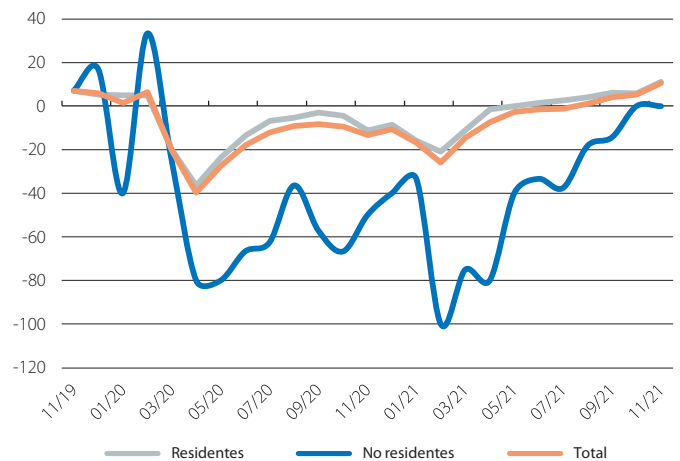
Índice (100 = 2019)



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

### Portugal: evolución de los pagos con tarjeta

Variación interanual (%) \*

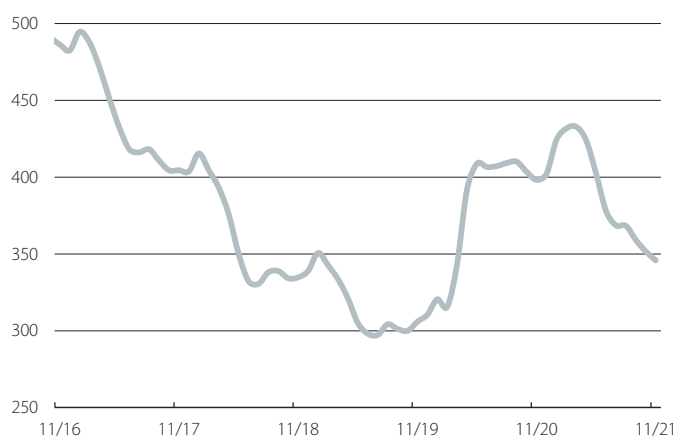


Nota: \* A partir de marzo de 2021, comparación respecto al 2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Sibs Analytics.

### Portugal: desempleo registrado en las oficinas de empleo

(Miles de personas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IEFP portugués.

considerable, que puede justificarse por el hecho de que octubre fue el segundo mejor mes del año en términos de turismo (al contrario que en años anteriores). Otra señal del dinamismo del mercado laboral proviene del número de vacantes no cubiertas, que alcanzan niveles muy altos y, en algunos sectores, superan significativamente las cifras anteriores a la pandemia. Así, nuestras perspectivas siguen siendo positivas y anticipamos una tasa de desempleo del 6,4% en 2022.

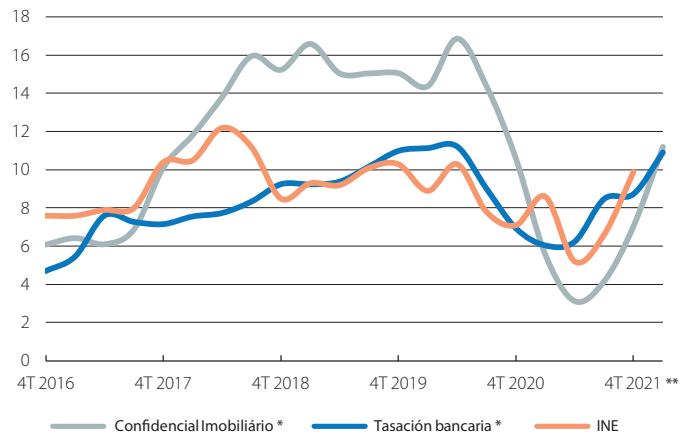
**El sector inmobiliario sigue asintomático.** La pandemia parece no tener impacto en el mercado inmobiliario residencial. Así, en el 3T, los precios de la vivienda se aceleraron un 9,9% interanual (+3,6% intertrimestral), lo que supone 3,3 p. p. más que en el trimestre anterior. Asimismo, el número de transacciones creció un 25,1% interanual (+9,3% intertrimestral) y el valor medio de las transacciones por vivienda aumentó casi un 11% interanual, hasta alcanzar un valor de casi 166.000 euros. En ambos casos –número de viviendas vendidas y valor medio– se registran los valores más altos de la serie. Los datos más recientes siguen mostrando la fortaleza del sector en el 4T: los datos de Confidencial Inmobiliario apuntan a un aumento de precios del 11,7% interanual en noviembre (10,6% en octubre). Para 2022, prevemos un crecimiento más moderado.

**La inflación tardó en llegar al 2%, pero se mantendrá.** Este era un tema adormecido pero que fue despertando a lo largo de 2021 con el registro de tasas superiores al 2% en la eurozona desde julio (4,9% en noviembre). En Portugal el fenómeno ha sido más tardío y también más moderado. La estimación preliminar del INE para diciembre es de un 2,8% (2,6% en noviembre), siendo tan solo el segundo mes consecutivo con una inflación superior al 2%. El componente de transporte es el único que lleva varios meses mostrando tasas de inflación superiores al 5%, impulsado por el aumento de los precios de los carburantes. Sin embargo, en diciembre la sorpresa procedió del fuerte incremento de los precios de los alimentos no elaborados: +3,2% (0,8% en noviembre), debido al aumento de sus costes. Preveemos que la tasa de inflación de estos bienes se mantenga por encima del 2% en los primeros meses de 2022.

**Se reduce el déficit público, pero aún se nota la huella de la pandemia en las cuentas públicas.** El déficit de las Administraciones públicas se situó en el 3,4% de enero a noviembre, lo que supone un descenso de 1,4 puntos respecto al mismo periodo de 2020. La mejora de las cuentas públicas se debe al notable crecimiento de los ingresos (8,6% interanual), gracias al aumento de los ingresos tributarios y contributivos (debido a la mejora de la actividad económica y al menor impacto de las medidas COVID de exención y prórroga del pago de algunos impuestos), la recepción de fondos europeos (+1.299 millones de euros), los ingresos por la subasta de redes móviles 5G y los dividendos de la CGD. Por su parte, los gastos aumentan un 5,0% interanual, con un incremento sustancial de las transferencias corrientes, los gastos de personal, la adquisición de bienes y servicios y la inversión. El impacto de la pandemia sigue siendo aún muy marcado: en total, las medidas COVID alcanzan el equivalente al 2,7% del PIB hasta noviembre (2,3% en el mismo periodo de 2020). Hasta noviembre, el déficit se compara mal con el superávit registrado en el mismo periodo de 2019, debido principalmente al fuerte aumento de las transferencias corrientes, explicada en gran parte por dichas medidas.

**Portugal: precio de la vivienda**

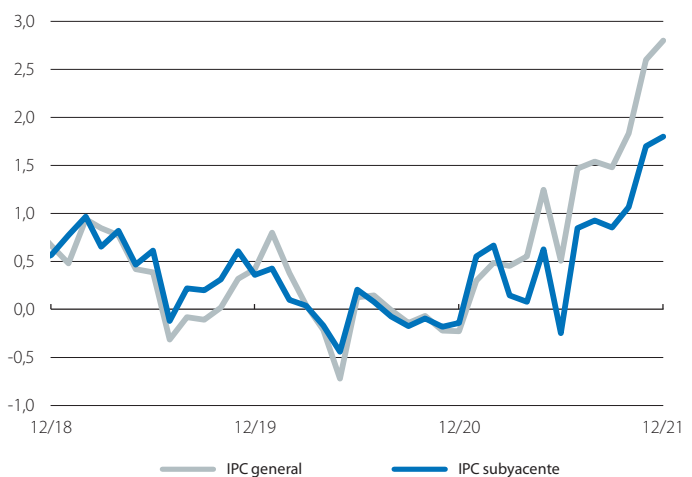
Variación interanual (%)



Notas: \*Variación interanual promedio en cada trimestre. \*\* Para el 4T 2021, queda reflejado el promedio de octubre y noviembre respecto al periodo homólogo.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Confidencial Inmobiliario y del INE de Portugal.

**Portugal: IPC**

Variación interanual (%)



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

**Portugal: ejecución presupuestaria (enero-noviembre)**

	2019 (% PIB)	2020 (% PIB)	2021 (% PIB)	Var. 2021 vs. 2019 (%)	Var. 2021 vs. 2020 (%)
<b>Ingresos totales</b>	40,5	40,6	41,9	1,4	1,3
Impuestos	23,6	23,4	23,4	-0,2	0,0
Contribuciones sociales	10,1	10,8	11,1	0,9	0,2
<b>Gastos totales</b>	40,2	45,4	45,3	5,1	-0,1
Gastos de personal	10,0	11,1	11,1	1,1	-0,1
Transferencias corrientes	17,3	20,1	19,9	2,7	-0,2
Adquisición de bienes y servicios	5,6	6,1	6,1	0,5	0,0
Intereses	3,9	4,0	3,5	-0,5	-0,5
Inversión	1,9	2,3	2,6	0,7	0,4
<b>Saldo presupuestario</b>	0,3	-4,8	-3,4	-3,7	1,4

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

## Precios de la vivienda en Portugal: ¿cimientos sólidos o pies de barro?

Al contrario de lo sucedido en otros sectores de actividad, algunos con caídas del volumen de negocio del 70%, cuando nos fijamos en el mercado de la vivienda comprobamos que la crisis pandémica le pasó de largo. En el 4T 2020, el número de transacciones ya superó el del mismo periodo de 2019, y en el primer semestre de 2021 las operaciones superan a las del mismo periodo de 2019 y 2020. Asimismo, los precios de la vivienda han mantenido la trayectoria ascendente que viene observándose desde 2015, tanto en el índice del INE como en el elaborado por Confidencial Inmobiliario. Esta tendencia de los precios se observa también en el valor medio por metro cuadrado en las tasaciones bancarias en el ámbito de los procesos de crédito a la vivienda, que en octubre de 2021 anotó el valor más elevado de la serie y se situó un 17% por encima del de octubre de 2019. En el momento en el que todas las variables (transacciones, precio y valor) apuntan en sentido ascendente, es preciso preguntarse si este crecimiento es sostenible. ¿Son sólidos los cimientos en los que se asientan estas valoraciones?

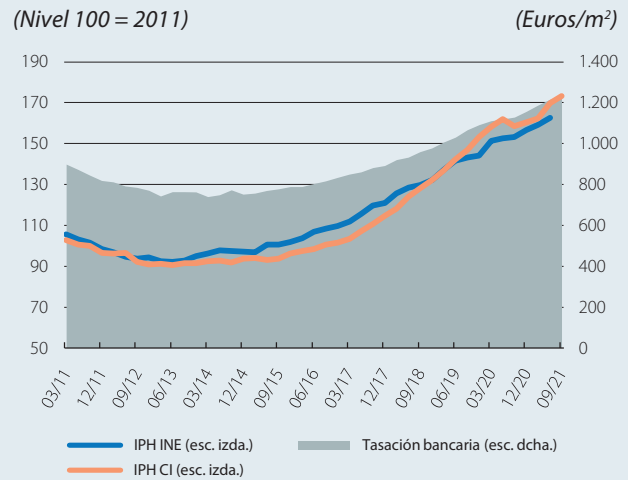
Sería razonable pensar que un aumento de precio de los inmuebles servirá de incentivo para el aumento de la oferta y el incremento de la inversión en la construcción de edificios para vivienda. Un movimiento de este tipo podría conducir a un exceso de oferta. A pesar de ello, teniendo en cuenta el largo periodo de producción del sector de la construcción de vivienda, este exceso de oferta no se genera en uno o dos años.

Para evaluar la existencia de un sobredimensionamiento en el mercado de la vivienda (*housing overhang*)<sup>1</sup> se puede comparar la diferencia entre la FBCF<sup>2</sup> residencial actual (en porcentaje del PIB) con la media de los últimos 20 años. Desde 2015 la inversión en vivienda acumula un diferencial negativo respecto a su media histórica de los últimos 20 años (5,5% del PIB) de 17 puntos de PIB, lo que sugiere que no se generó un exceso de oferta de inmuebles residenciales en los últimos años (al contrario).

Otra forma de estimar si el ritmo de construcción de vivienda actual es sostenible a largo plazo es comparar el número de viviendas construidas frente a la creación de hogares. Al asumir una tasa de depreciación de las viviendas del 2% (y dando por hecho implícitamente que una vivienda dura 50 años), una tasa de construcción de 20 viviendas por cada 1.000 núcleos familiares mantendría el stock de viviendas por unidad familiar constante. Siendo

1. Véase el artículo Gros, D. (2007). «Bubbles in Real? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US». CEPS Working Document, n.º 276, octubre.  
2. Formación bruta de capital fijo.

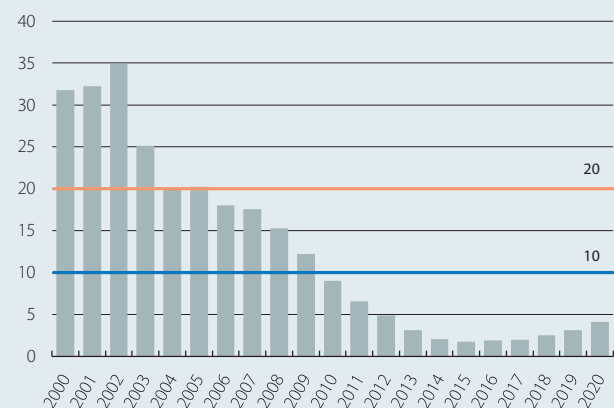
### Portugal: índices de precios de vivienda y tasación bancaria



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

### Portugal: oferta de vivienda nueva

(Número de viviendas nuevas por 1.000 hogares)



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

más restrictivos y considerando una depreciación de las viviendas del 1%, se requiere un índice de construcción de 10 viviendas por cada 1.000 hogares para mantener el stock de viviendas inalterado.<sup>3</sup> En el caso portugués, el índice de construcción ha sido inferior a estos valores de referencia: por debajo de 20 desde 2006 y por debajo de 10 desde 2010, lo que apuntaría que no se ha producido un exceso de oferta de vivienda nueva que ejerza presión a la baja en los precios.

3. El indicador del índice de construcción puede ajustarse teniendo en cuenta, por ejemplo, el índice anual de crecimiento de la población. Como los índices anuales de crecimiento de la población en Portugal en la última década han sido residuales/nulos, se optó por no realizar ningún ajuste.

En la misma línea, el porcentaje de viviendas nuevas en el mix de las transacciones, que se ha reducido desde niveles por encima del 30% hasta 2011 a porcentajes del orden del 15% en la actualidad, parece confirmar esta idea.

Sin embargo, el escenario no es tan alentador cuando nos fijamos en los determinantes de la demanda, concretamente en lo que respecta a las rentas de las familias. La OCDE elabora un indicador<sup>4</sup> de accesibilidad que relaciona el precio de las viviendas con la renta disponible por habitante, y según los últimos datos disponibles (2T 2021), la ratio de Portugal (= 134) sale mal parada si se compara con el resto de los países de la eurozona, ya que es el tercero peor, y con la media de la OCDE (= 118,7).

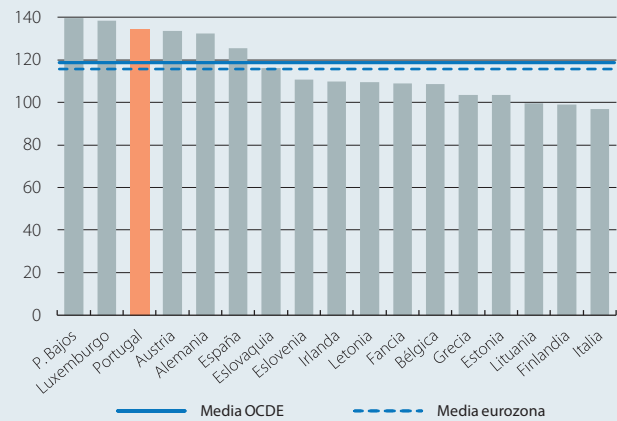
Si en la ratio *house price-to-income* consideramos la diferencia del valor actual con respecto a la media histórica como un indicador de sobrevaloración, el indicador actual se encuentra un 12% por encima de esa media, y con una tendencia de fuerte crecimiento desde 2015, las viviendas son cada vez menos accesibles en relación con las rentas de la población. De hecho, entre 2015 y 2020 el crecimiento medio de los precios de la vivienda fue cercano al 9% anual, mientras que la renta media disponible de las familias creció solamente a un ritmo del 3% anual. En otras palabras: en 2015 el valor medio de las viviendas en el área metropolitana de Lisboa era el equivalente a 5 años y medio de la renta media de una familia portuguesa, y en 2020 este valor se eleva hasta los 6,5 años.

¿Podríamos estar frente a una burbuja especulativa? En el mercado de la vivienda se producen burbujas cuando los precios se alejan de sus fundamentales y se genera una espiral de expectativas de aumento de precios, lo que lleva a los participantes en el mercado a un «exceso de actividad» al objeto de obtener ganancias futuras por las revalorizaciones esperadas. Este comportamiento conduce a un aumento explosivo de los precios que domina temporalmente la dinámica de la serie temporal. Para aclarar esta posibilidad aplicamos al IPH una metodología econométrica<sup>5</sup> para detectar y delimitar periodos que pueden estar asociados a episodios de burbuja. El resultado de este test estadístico queda expresado en el último gráfico: tras el 3T 2017 podría haber indicios de la formación de una exuberancia de precios en el mercado de la vivienda en Portugal. Solo la inversión del ciclo de tipos de interés bajos, que cada vez se antoja como una realidad menos lejana, podrá confirmar o no el enfriamiento de la demanda, sobre todo, del apetito por los inmuebles como inversión.

Tiago Belejo Correia

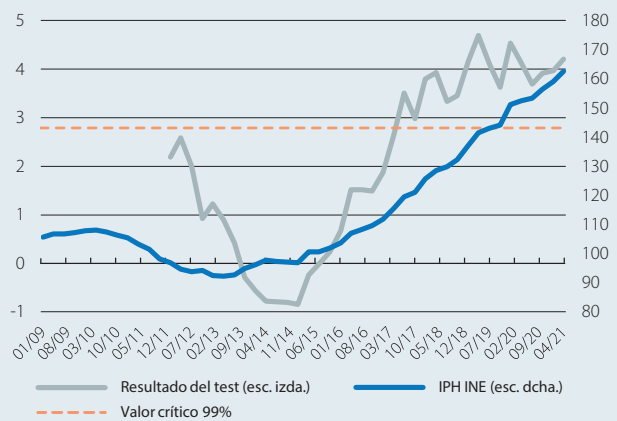
**Portugal: precios de la vivienda sobre los ingresos en el 2T 2021**

(En % de los ingresos)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE Price to income.

**Portugal: test econométrico aplicado al índice de precios**



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

4. House price-to-income ratio.

5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Véase el artículo de Phillips, P.C.B., Shi, S. y Yu, J. (2015) «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500». International Economic Review, 56 (4): 1043-1078.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Índice coincidente de actividad	0,9	-5,4	-5,0	-2,5	1,7	3,8	3,7	3,6	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	-4,7	-6,3	0,2	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	-3,4	-2,7	-2,1
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	15,4	0,7	12,8	47,9	-28,9	-2,5	-23,9	...	...
Compraventa de viviendas	1,7	-5,7	1,0	0,5	58,3	25,1	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	8,7	10,6	11,2	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	-38,7	-9,8	21,2	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	9,8	11,8	14,0
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	2,8	3,2	10,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,2	-6,1	-5,5	-1,0	4,3	6,8	6,5	6,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-10,9	-13,3	-16,4
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	4,7	2,9	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	6,1	6,4	...	...
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>16,1</b>	<b>4,2</b>	-	-	-

**Precios**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
General	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,8	2,6	2,8
Subyacente	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	1,1	1,7	1,8

**Sector exterior**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	13,4	14,0	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,8	10,2	13,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	...	...
Bienes y servicios	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	-4,2	-4,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	2,3	2,5	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	...	...

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

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	5,2	10,1	10,1	10,6	8,7	8,7	8,5	9,2	...
A la vista y ahorro	14,8	18,8	18,8	18,5	15,3	15,5	15,1	16,7	...
A plazo y preaviso	-2,9	1,4	1,4	2,4	1,3	1,0	1,0	0,7	...
Depósitos de AA. PP.	5,6	-21,0	-21,0	-23,6	-15,0	-5,2	-5,3	-7,9	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									...
Sector privado	-0,1	4,6	4,6	5,1	4,4	4,2	4,2	4,1	...
Empresas no financieras	-3,7	10,5	10,5	11,0	7,2	5,8	5,6	5,5	...
Hogares - viviendas	-1,3	2,1	2,1	2,7	2,6	3,3	3,3	3,2	...
Hogares - otras finalidades	15,4	-1,1	-1,1	-1,0	3,2	3,2	3,6	3,4	...
Administraciones públicas	-4,7	-4,2	-4,2	-5,1	4,5	4,1	4,8	4,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	-	-	-

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

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

## La crisis energética en Europa

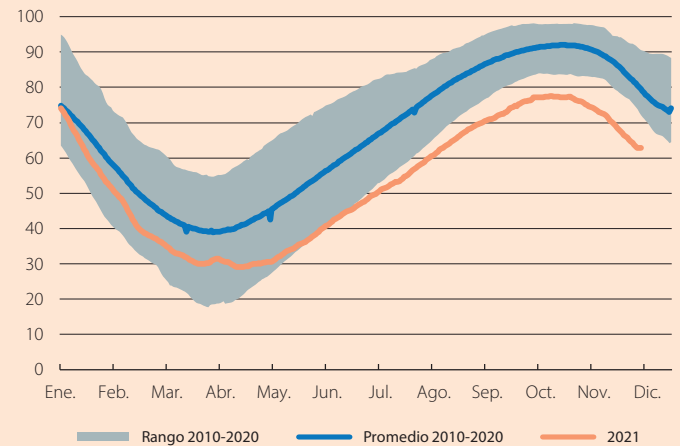
Los precios de la energía repuntaron con mucha fuerza en el segundo tramo de 2021. El gas, el petróleo o el carbón registraron variaciones interanuales sin precedentes (+290%, +50% y +47%, respectivamente). Incluso si tenemos en cuenta que durante 2020 estos precios fueron inusualmente bajos, debido a la menor demanda de energía, y comparamos los niveles actuales con los de 2019, el repunte continúa siendo muy acentuado. ¿Qué ha provocado tal situación? ¿Persistirán estos precios a medio y largo plazo?

### La tormenta perfecta en el mercado del gas en 2021

El origen de este aumento de los precios lo encontramos en el mercado del gas. Allí se han concentrado diversos factores que por sí solos habrían tenido un impacto pequeño en los precios energéticos europeos, pero que conjuntamente los han llevado a máximos históricos.

El indicador clave para entender esta situación son los inventarios de gas en Europa, cuya dinámica es muy estacional. En 2021, las reservas de gas con las que Europa salió del invierno fueron especialmente bajas, debido a una temperatura algo más extrema que de costumbre. Durante la primavera y el verano los inventarios se deberían haber llenado, pero algunos factores lo impidieron. Por un lado, la falta de viento en diversas regiones y la menor generación hidroeléctrica forzaron un mayor consumo de gas frente a estas otras fuentes. Por otro lado, la geopolítica entró en liza: las importaciones de gas a Europa desde Argelia que pasan por Marruecos se vieron afectadas por la ruptura de las relaciones diplomáticas entre estos dos países.<sup>1</sup> Y para colmo, Rusia –el principal exportador de gas a la UE con un 44% del total en 2020– redujo sus exportaciones de gas a través del gaseoducto de Ucrania por tensiones geopolíticas con este país y con vistas a apremiar a Alemania para que autorizara la puesta en funcionamiento del Nord Stream 2, un gaseoducto que permitirá transportar el doble de gas de Rusia a Europa.

Europa: reservas de gas (% de la capacidad total)

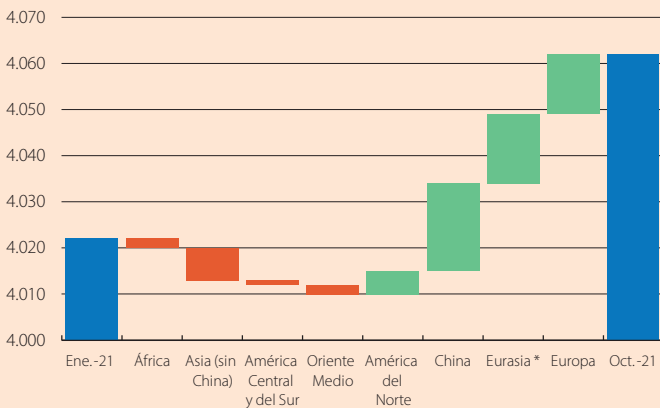


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Gas Infrastructure Europe.

Una de las alternativas para depender menos del gas ruso y argelino pasa por incrementar las importaciones de gas natural licuado (GNL). Este sistema licua el gas en su origen y mediante buques marítimos se puede transportar a cualquier puerto del mundo que tenga la infraestructura adecuada para volver a gasificarlo.

### Cambio en las previsiones de demanda de gas durante 2021

Miles de millones de metros cúbicos (bcm)



Nota: \* La mayor parte de esta región corresponde a Rusia.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía (IEA).

El principal suministrador de GNL para Europa es EE. UU.<sup>2</sup> Sin embargo, desde 2020, a Europa le ha salido un competidor, China, quien, además, explica buena parte del aumento de la demanda de gas en 2021 a nivel global en relación con lo que se preveía en el arranque del año, en parte por disrupciones en la generación de energía a través de otras fuentes como el carbón.

El aumento del precio del gas en Europa se ha visto también influido por la fuerte reactivación económica. No en vano, el empuje de la recuperación económica en 2021 ha sido mayor de lo previsto, lo que también ha espoleado la demanda de gas en Europa y a nivel global (véase el segundo gráfico).

Por último, otro elemento que está jugando un papel clave en esta crisis energética europea ha sido el incremento del precio

1. Las importaciones europeas de gas natural provenientes de Argelia representaron un 11,9% del total en 2020. De estas, aproximadamente un 40% fluyeron a través de Marruecos.

2. El 5% de las importaciones en 2020 y el 6,3% en el primer semestre de 2021.

a las emisiones de gases de efecto invernadero (en adelante, GEI). Desde 2005 en la UE existe un mercado, llamado EU ETS, que fija los GEI que pueden emitir diversos sectores económicos como el eléctrico o el metalúrgico. La cantidad de emisiones disponibles está fijada por la UE y se reduce cada año, lo que incrementa su precio. Dado que en verano de 2020 la UE aumentó el objetivo de reducción de emisiones para 2030, pasándolo del 40% al 55%, se tuvieron que realizar diversos ajustes regulatorios en el EU ETS para hacerlo coherente con la nueva ambición climática, como, por ejemplo, un mayor ritmo de la reducción de derechos de emisión anuales, pasando del 1,7% anterior al 2,2%. En este contexto, el precio de las emisiones en Europa aumentó de los 30 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> equivalente (€/TCO<sub>2</sub>) promediados en 2020 hasta los 80 €/TCO<sub>2</sub> actuales.<sup>3</sup> Este precio persigue desincentivar la generación energética a través de fuentes contaminantes y favorecer la generación renovable y limpia, lo que en parte se cumplió. Dado que la combustión del gas emite mucho menos GEI que el carbón o el petróleo, el aumento de precios de las emisiones favoreció el consumo de gas frente al petróleo o al carbón, lo que a su vez aumentó su precio relativo.

### Perspectivas a medio plazo en el mercado del gas

De cara a 2022 se espera que los precios energéticos en Europa se moderen a partir del 2T, tal y como apuntan las cotizaciones de las entregas futuras de gas y petróleo en los mercados financieros. Sobre el gas, en particular, la principal incertidumbre será ver con qué nivel de inventarios se sale del invierno. Algunos expertos apuntan a que en caso de que el invierno sea más largo o con temperaturas más extremas de lo habitual, la presión sobre los precios podría aumentar más todavía. Sin embargo, con la reducción estacional de la demanda energética una vez finalice el invierno se anticipa una caída significativa de los precios del gas en Europa, aunque se mantendrá por encima de los niveles previos a 2020.<sup>4</sup>

Si ponemos las luces largas, dos elementos serán clave para entender las dinámicas del mercado energético a medio y largo plazo. Por un lado, la ambiciosa lucha contra el cambio climático de Europa es probable que encarezca todavía más el consumo de los combustibles fósiles. Sin embargo, dada su relativa limpieza frente al petróleo y el carbón, se espera que el gas tenga un rol clave durante la transición energética. De hecho, incluso en el escenario de la Agencia Internacional de la Energía (IEA) donde se logra la neutralidad climática en 2050, se pronostica un aumento del consumo de gas durante los próximos cinco años. Más adelante, eso sí, con el aumento de la generación eléctrica a través de fuentes 100% limpias, el consumo de gas debería descender.<sup>5</sup>

El otro vector clave para el futuro del mercado energético en Europa será la geopolítica. Para satisfacer su demanda energética, a Europa no le queda otra que ser un importador neto de las principales fuentes energéticas. Esto genera una dependencia de los países productores que a veces puede ser adversa para los intereses europeos, como fue el caso en 2021 con Rusia y Argelia. En el futuro, circunstancias como las anteriormente mencionadas se pueden repetir, aunque la mayor generación energética a través de fuentes renovables (como el sol, el viento o el agua) debería aliviar la dependencia energética de la región.<sup>6</sup>

*Luís Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili*

3. Otro factor que ha contribuido al aumento ha sido la aparición de fondos inversores en el mercado de las emisiones.

4. El precio del gas de referencia en Europa, el TTF de los Países Bajos, promedió 18 €/MWh entre 2015 y 2020, mientras que en la segunda mitad de 2021 promedió 72 €/MWh y llegó a situarse en 180 €/MWh. Por otro lado, los mercados de futuros estiman que a partir de abril este se situará alrededor de los 80 €/MWh.

5. En este sentido, la IEA señala que, para alcanzar la neutralidad climática en 2050, no será necesario encontrar nuevas reservas de gas y petróleo. Sin embargo, con las políticas y regulaciones actuales (no consistentes en alcanzar la neutralidad climática) serían necesarias inversiones de 680.000 millones de dólares anuales para satisfacer la demanda estimada, una cifra mayor de la observada en los últimos años. Para más detalles, véase International Energy Agency, «World Energy Outlook 2021».

6. Sin embargo, aunque estas tres fuentes energéticas sean «ilimitadas» y se puedan procesar en Europa, los minerales con los que se fabrican los materiales capaces de obtener, generar y almacenar esta electricidad no lo son (cobre, níquel o cobalto, entre otros). De hecho, algunos académicos y el propio Fondo Monetario Internacional apuntan a que la escasez de estos minerales, junto con la mayor ambición en la lucha contra el cambio climático, podría llevar su precio a máximos históricos y desacelerar la transición energética hacia una economía más limpia. Véase Boer, L. *et al.* (2021). «Energy Transition Metals». DIW Berlin Discussion Paper n.º 1976.

## El mercado ibérico de la electricidad y la subida del precio en España

La crisis energética en Europa ha llevado a un fuerte repunte de los precios, que ha sido especialmente acusado en España. No en vano, en el 4T 2021, el precio mayorista de la electricidad en el mercado ibérico fue más de tres veces superior al del 4T 2018, el año en que se registraron los mayores precios de la electricidad del periodo 2010-2020 (véase el primer gráfico). En este artículo, analizamos las consecuencias de la crisis energética actual para los precios de la electricidad, poniendo en perspectiva sus efectos en la factura de la luz en España. Para ello, necesitamos entender la estructura de los mercados mayorista y minorista de la electricidad.

### El mercado mayorista de electricidad

Los mercados mayoristas de electricidad conectan la oferta de las empresas generadoras de electricidad con la demanda de las empresas distribuidoras. Así, su precio refleja los costes de producción y ofrece una señal importante sobre las condiciones del mercado de electricidad.<sup>1</sup> Teniendo en cuenta la relativa inelasticidad de la demanda de electricidad, los elevados precios actuales reflejan principalmente la fuerte presión del lado de la oferta, que ha llevado a repuntes históricos en los precios de la energía en los mercados internacionales.<sup>2</sup>

En la UE, los mercados mayoristas funcionan en régimen de subasta con una estructura marginalista. Es decir, en cada tramo horario, el precio de la última unidad de electricidad contratada para cubrir la demanda es el que define el precio de equilibrio del mercado al que son remuneradas todas las empresas generadoras. Esta estructura de mercado implica que, para satisfacer la demanda en el mercado mayorista, «entren» en primer lugar las tecnologías con costes más bajos. Las centrales nucleares tienen esencialmente una oferta constante a coste marginal muy bajo, mientras que las energías eólica y fotovoltaica (también con costes muy bajos) tienen una oferta variable a lo largo del día. Los últimos tramos de la demanda se suelen satisfacer con tecnologías más caras, como el ciclo combinado, que utiliza el gas como principal fuente de energía, o la energía hidráulica, que, por su capacidad de almacenamiento a través de los embalses, puede activarse de forma flexible (véase el segundo gráfico).

Al remunerar todas las energías al precio más elevado, las que tienen costes variables más bajos pueden beneficiarse de precios elevados, lo que actúa como incentivo a la inversión en energías renovables. En particular, el ciclo combinado es generalmente la tecnología utilizada en el mercado ibérico para cubrir la demanda marginal, al tratarse de una fuente de energía con costes variables más elevados y mayor flexibilidad de oferta. Esta «dependencia marginal» implica que el precio mayorista de la electricidad sea determinado principalmente por los dos factores clave en el coste de producción del ciclo combinado: el gas natural y el precio de las emisiones CO<sub>2</sub> de la UE. Desde el inicio del año el precio del gas se ha multiplicado prácticamente por 10 en los mercados europeos, y el precio de los derechos de emisión se ha triplicado hasta los 80 €/tonelada de CO<sub>2</sub> a finales de 2021. Así, el repunte del precio mayorista se puede explicar, en gran medida, por el repunte de precios en ambos mercados.

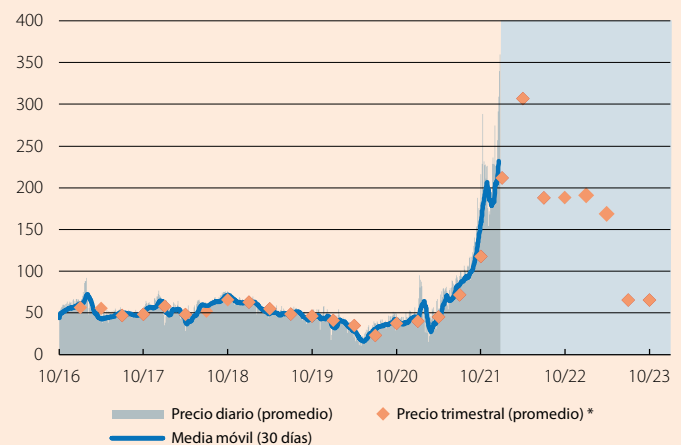
Pero si la estructura del mercado mayorista y los precios de los principales insumos de producción son comunes, ¿por qué las subidas de precios de consumo final han sido distintas entre los países de la UE y especialmente acusadas en el caso de España? Por un lado, el *mix* energético es distinto entre países: Alemania depende relativamente más del carbón (24%, frente al 2% en España); en Francia, la energía nuclear cubre un mayor porcentaje de la producción de electricidad (67%, frente al 22% en España), y en Italia el gas es la fuente dominante para la producción de electricidad (46%, frente al 26% en España). En España y Portugal, por su parte, las energías renovables tienen mucha más importancia en el *mix* energético (43% y 59%, respectivamente), aunque la fuente marginal de energía es generalmente el ciclo combinado. Ello no es así en otras economías europeas, ya que distintos *mixes* energéticos llevan a que la fuente marginal dominante de energía sea distinta.

1. Este no es el único canal de transacción entre empresas distribuidoras y generadoras de electricidad. Por un lado, algunas grandes empresas son, a la vez, generadoras y distribuidoras de electricidad. Por otro lado, las distribuidoras de electricidad (o incluso empresas con grandes necesidades de consumo eléctrico) pueden entrar en contratos bilaterales, en general a largo plazo, con generadoras, denominados contratos PPA (del inglés, *Power Purchase Agreement*).

2. Véase el artículo «La crisis energética en Europa» en este mismo Dossier.

### Precio de la electricidad en el Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)

(€/MWh)



**Nota:** \* Las previsiones de los precios trimestrales a partir del 1T 2022 se extraen a partir de los precios de contratos trimestrales de futuros de electricidad para el mercado ibérico cotizados el 16 de diciembre de 2021.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Operador del Mercado Ibérico de Energía (Polo Español, OMIE, y Polo Portugués, OMIP).

Por otro lado, la transmisión de precios mayoristas a los consumidores finales depende de la estructura del mercado minorista.

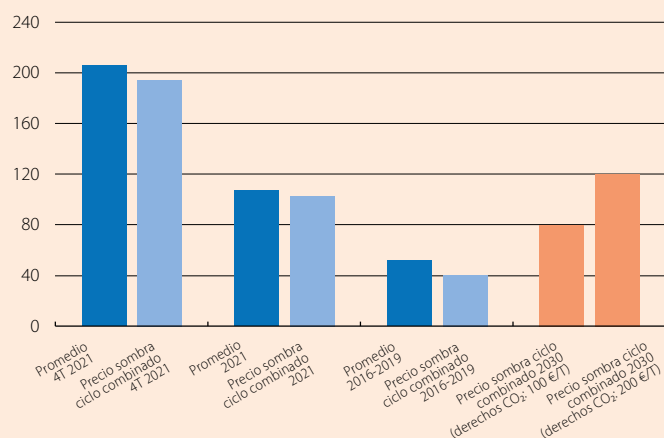
**El mercado minorista de electricidad en España y Portugal**

Aunque España y Portugal compartan el mismo mercado mayorista, los precios de la electricidad según datos del IPCA publicados por Eurostat para los consumidores españoles fueron un 46,7% más altos en noviembre de 2021 con respecto al mismo periodo de 2020, mientras que en Portugal subieron solamente un 2,6%.<sup>3</sup> Esta disparidad se puede explicar por las diferencias en la estructura del mercado minorista en ambos países.

En primer lugar, la distribución de los consumidores entre el mercado regulado (cuya formación de precios depende de cada país) y el mercado libre (cuyos precios suelen ser muy estables para el consumidor) es muy diferente: en Portugal más del 80% de los hogares están en el mercado libre, mientras que en España solo un 60% de los clientes están en este mercado y el otro 40% está adherido al mercado regulado.

En segundo lugar, el funcionamiento del mercado regulado en España y Portugal es distinto. En Portugal, el precio regulado viene definido cada año por el regulador de mercado (aunque puedan existir revisiones trimestrales, si los precios mayoristas se desvían de las previsiones del regulador). En cambio, en España el precio regulado, llamado precio voluntario al pequeño consumidor (PVPC), varía diariamente en función del precio mayorista.

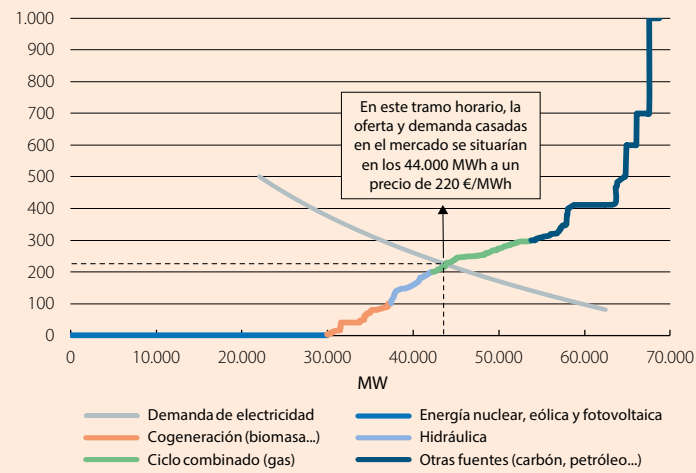
**Precios mayoristas de la electricidad en España (€/MWh)**



**Nota:** El precio sombra del ciclo combinado (CC) se estima a partir de una aproximación del coste variable (CV) de generación de electricidad a partir de esta fuente de energía (CV = 1,85 x precio del gas natural + 0,4 x precio de los derechos de emisión). El intervalo del precio sombra a 2030 asume que el gas natural volverá a su promedio histórico, en línea con las cotizaciones del mercado de futuros TTF.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de OMIE y de Bloomberg.

precio de las emisiones mantenga una tendencia alcista, aunque más moderada. Todo ello nos hace pensar que en los próximos meses el precio mayorista se mantendrá por encima de los 200 €/MWh, pero que pasado el invierno este debería empezar a descender hasta situarse alrededor de 100 €/MWh a medio plazo (véase el tercer gráfico). Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo muy elevada. Es muy difícil predecir cómo evolucionará el conflicto geopolítico entre Europa y Rusia, y hemos visto que tiene un impacto directo sobre el coste de la energía.

**Curvas de oferta y demanda de electricidad en el mercado mayorista (€/MWh)**



**Nota:** El ejemplo dado en este gráfico se basa en curvas reales de demanda y de oferta de electricidad en el mercado mayorista ibérico (OMIE), pero tiene un objetivo únicamente ilustrativo.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

En cambio, en España el precio regulado, llamado precio voluntario al pequeño consumidor (PVPC), varía diariamente en función del precio mayorista. En este contexto, la transmisión de precios del mercado mayorista a consumidores finales y, en consecuencia, a la inflación, es significativamente más inmediata en España que en otros países, como Portugal. En este contexto, una de las reformas del mercado eléctrico que se está planteando en España para limitar esta dependencia sería reducir la frecuencia con la que se ajusta el precio PVPC y hacerla depender de una gama más amplia de indicadores.<sup>4</sup>

**¿Cuánto costará encender la luz este año?**

Como se ha comentado anteriormente, de cara a 2022 se espera que las presiones del lado de la oferta se vayan atenuando a lo largo del año, principalmente por la normalización de los precios del gas, tal y como indican los precios futuros cotizados en los mercados financieros. Por otro lado, el shock observado en el mercado de derechos de emisión es probable que persista en el tiempo y, teniendo en cuenta el refuerzo de la ambición climática en la UE en los próximos años, es probable que el precio

Lúis Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili

3. Como referencia, en este mismo periodo, en Francia los precios de la electricidad subieron un 3,3%, mientras que en Alemania subieron un 3,1% y en Italia, un 33,2%. En el artículo «Los precios de la luz están por las nubes, ¿y el importe de su recibo?» de este mismo Dossier analizamos mediante datos internos de CaixaBank la variación en el pago de facturas eléctricas para clientes residentes en España.  
 4. Otro factor importante son las diferencias impositivas entre países. Por ejemplo, una parte importante de la factura de la luz en España está compuesta por los llamados «peajes» y «cargos», y también por impuestos. En los últimos meses, el Gobierno ha tratado de reducir el peso de estos componentes en la factura de la electricidad.

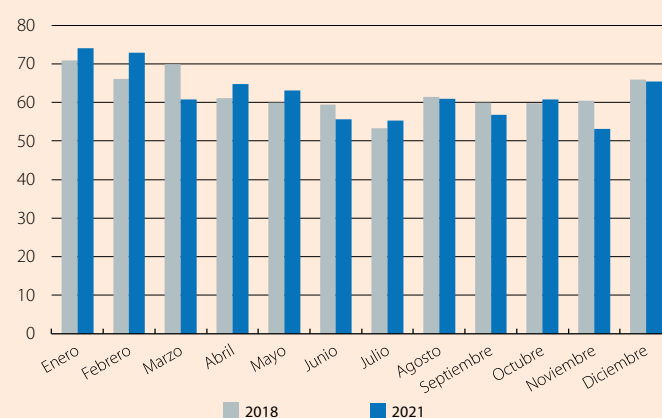
## Los precios de la luz están por las nubes, ¿y el importe de su recibo?

2021 fue un año convulso en el mercado de la electricidad.<sup>1</sup> Los precios aumentaron de manera alarmante a partir de julio y el año terminó con el megavatio hora (MWh) alrededor de los 300 euros en el mercado mayorista.<sup>2</sup> El Gobierno, para reducir el impacto de este aumento de precios en los consumidores, implementó varias medidas impositivas, como la rebaja del IVA o la suspensión temporal del impuesto de producción eléctrica. Entremedio, las tarifas por tramos horarios también se modificaron para incentivar un uso más eficiente de la energía. Así que la pregunta es, ¿cuál fue el impacto final en los bolsillos de las familias?

Lo analizamos a partir de los recibos de electricidad domiciliados en CaixaBank por parte de los clientes particulares.<sup>3</sup> Claro está que el recibo de la luz de un hogar depende de muchos factores: la energía consumida, el precio de esta, los impuestos vigentes, la tarifa contratada, etc. Pero al final lo que afecta al consumo de los hogares es el importe que en cada momento acaban pagando por el suministro. Y, a pesar de todos los acontecimientos, a lo largo de 2021 el importe del recibo de la luz mediano fue bastante similar al del año 2018,<sup>4</sup> año prepandemia, con precios en el mercado mayorista similares a los del primer semestre de 2021. En el 1T 2021, el recibo mediano (es decir, la mitad de los hogares pagaron un importe menor y la otra mitad uno mayor) era de 68 euros, el mismo importe que en el 1T 2018. En el 4T 2021, el recibo mediano ascendía a 60 euros, un importe un 3,6% menor al del recibo mediano en el 4T 2018.

### España: evolución mensual del recibo de luz mediano

Importe (euros)



**Nota:** Importes de los recibos de luz domiciliados de clientes particulares cada mes (excluye empresas y autónomos).

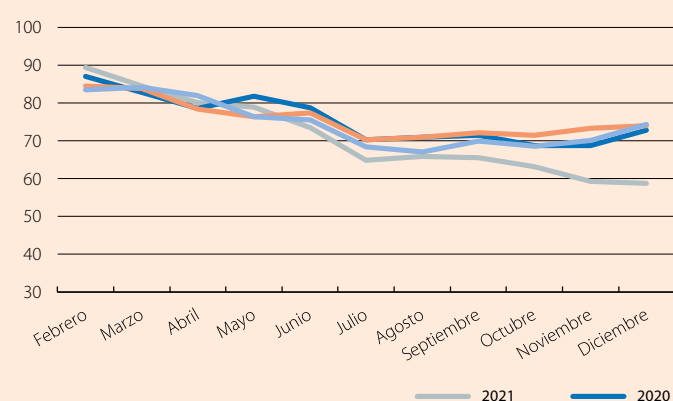
**Fuente:** CaixaBank, a partir de datos internos.

### El importe del recibo mediano del mercado libre desciende y aumenta el del regulado

Sin embargo, este resultado cambia radicalmente si lo analizamos en función del tipo de contrato que tiene cada hogar. En el mercado regulado, que corresponde al 39% de los hogares,<sup>5</sup> el recibo mediano en el 4T 2021 ascendió a 54 euros, un 13% supe-

### España: evolución mensual del recibo de la luz mediano en el mercado libre (precio fijo)

Importe (euros)

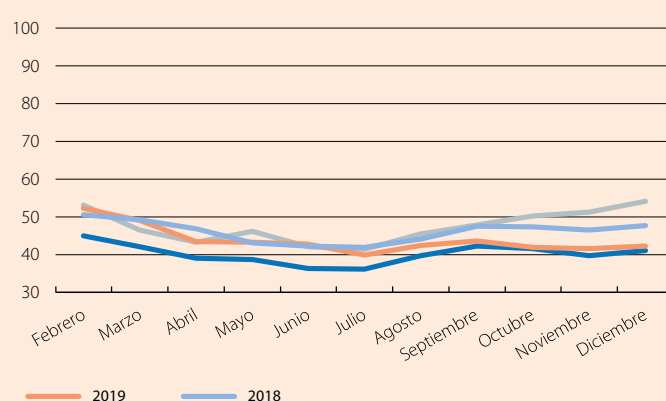


**Notas:** Media móvil de dos meses. Importes de los recibos de la luz domiciliados de clientes particulares cada mes (excluye empresas y autónomos).

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

### España: evolución mensual del recibo de la luz mediano en el mercado regulado (PVPC)

Importe (euros)



1. Para más detalle de los factores detrás del aumento de los precios de la electricidad, véase el Focus «El impacto del aumento del precio de la electricidad sobre la economía española» en el IM12/2021.

2. En el primer semestre de 2021 el precio promedio del MWh en el mercado mayorista fue de 60 euros.

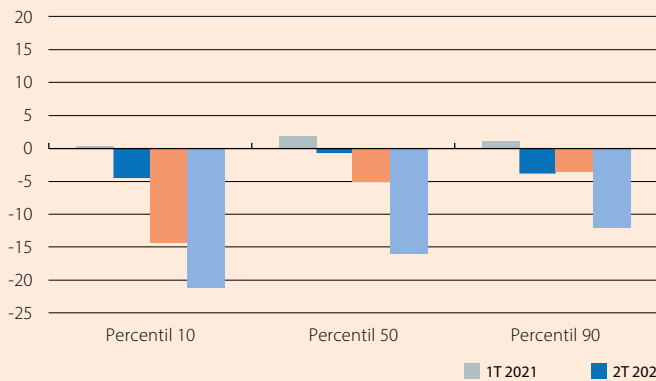
3. Para ello, agregamos los importes de los recibos de luz domiciliados para cada cliente particular cada mes (excluimos empresas y autónomos). Asimismo, diferenciamos entre aquellos clientes que tienen contrato con tarifa libre (normalmente con un precio fijo durante la duración del contrato) o con la tarifa regulada PVPC en una de las compañías que ofrecen los precios regulados (véase <https://sede.cnmc.gob.es/listado/censo/10>).

4. En el acumulado del año 2021, el recibo mediano ascendió a 743 euros, mientras que en 2018 fue de 748 euros (-0,6%, y -5,1% ajustado por la inflación).

5. De los consumidores particulares con potencia contratada menor a 10 kW (Boletín de Indicadores Eléctricos, noviembre de 2021, CNMC).

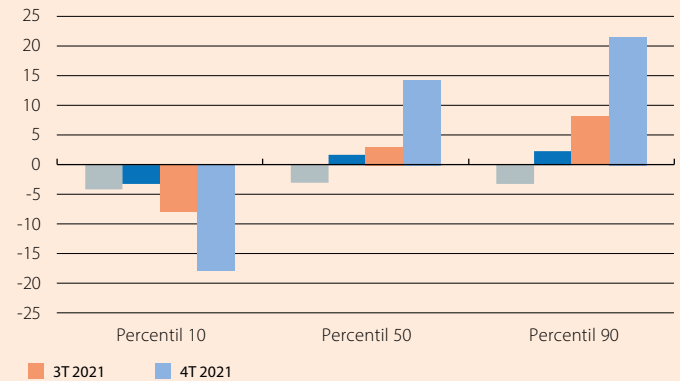
### España: variación en el recibo de la luz del mercado libre (precio fijo)

Variación porcentual respecto al mismo trimestre de 2018 (%)



### España: variación en el recibo de la luz del mercado regulado (PVPC)

Variación porcentual respecto al mismo trimestre de 2018 (%)



**Nota:** Importes de los recibos de luz domiciliados de clientes particulares cada mes (excluye empresas y autónomos).

**Fuente:** CaixaBank, a partir de datos internos de CaixaBank.

rior al recibo mediano del 4T 2018 (+28% respecto al del 4T 2019 y +32% respecto al del 4T 2020).<sup>6</sup> En cambio, en el mercado libre, el recibo mediano en el 4T 2021 se redujo hasta los 61 euros, un 16% menos que en el 4T 2018 (-18% respecto al 4T 2019 y -14% respecto al 4T 2020).<sup>7</sup> Estas marcadas diferencias se deben a que, en el mercado libre, los precios de la energía son fijos por el periodo establecido en el contrato y solo se actualizan cuando este se renueva, por lo que las rebajas impositivas han beneficiado a los hogares que tienen este tipo de contrato. En cambio, en el mercado regulado los precios de la energía son variables y cambian cada día y hora (corresponden al llamado precio voluntario para el pequeño consumidor, o PVPC), por lo que los aumentos de precios se han trasladado más rápidamente a la factura y han sido superiores a la rebaja impositiva.

### Los incrementos en el recibo se concentran en los hogares con mayor consumo eléctrico del mercado regulado

Si lo analizamos en función del importe del recibo, observamos cómo en el mercado libre los recibos disminuyeron de forma generalizada en el 4T 2021, tanto los de menor como los de mayor importe. Concretamente, el recibo del percentil 10 (25 euros) fue un 21% inferior al de 2018, y el recibo del percentil 90 (142 euros) fue un 12% inferior al del 4T 2018. En cambio, en el mercado regulado los recibos de mayor importe están más perjudicados por el encarecimiento de la energía. El recibo del percentil 90 (119 euros en el 4T 2021) fue un 22% superior al del 4T 2018, un aumento claramente superior al del recibo mediano. En contrapartida, la rebaja temporal de precios para los beneficiarios del bono social se observa en los recibos de menor importe: el recibo del percentil 10 en el 4T 2021 (18 euros) fue un 18% menor al del 4T 2018.

En resumen, el año 2021 fue electrizante para el recibo de la luz, pero no afectó a todos los consumidores por igual. El año 2022 no parece que vaya a ser menos. Parte del aumento de precios en el mercado mayorista en 2021 puede trasladarse al mercado libre a medida que se renueven contratos, aunque si los precios en el mercado mayorista se reducen, este efecto será temporal. Lo que parece claro es que la factura eléctrica seguirá dando que hablar.

Alberto Graziano y Josep Mestres

6. En el acumulado del año 2021, el recibo mediano en el mercado regulado ascendió a 579 euros (559 euros en 2018).

7. En el acumulado del año 2021, el recibo mediano en el mercado libre ascendió a 861 euros (902 euros en 2018).

## Los precios del carbono: diseño e impacto macroeconómico

Existe un amplio consenso entre los economistas en que el precio de las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) es la herramienta clave para facilitar la transición hacia una economía climáticamente neutra y mantener el calentamiento global por debajo de los 2 °C respecto a niveles preindustriales. Sin embargo, hoy en día solamente el 20% de las emisiones de GEI globales están cubiertas por un sistema que de algún modo las encarezca,<sup>1</sup> lo que evidencia, una vez más, la gran diferencia entre las políticas puestas en marcha y la ambición de los objetivos climáticos que nos fijamos. Y es que existe mucho debate sobre el diseño de este precio: ¿hasta qué nivel debería llegar?, ¿cuál será su impacto sobre el crecimiento económico y la inflación? A continuación trataremos de arrojar algo de luz sobre estas cuestiones.

### Cómo calcular el precio de las emisiones

Se suelen utilizar dos métodos para calcular la penalización que se debe imponer sobre las emisiones contaminantes, más comúnmente llamada «precio del carbono». Por un lado, está el que estima el coste de la tecnología limpia necesaria para sustituir los bienes, servicios o modelos productivos contaminantes. Diversos bienes y servicios contaminantes pueden ser sustituidos hoy en día por otros limpios sin ningún coste adicional, por lo que sin necesidad de añadir un precio sobre el carbono hay incentivos para utilizar modelos productivos más limpios. Sin embargo, hay diversos bienes y servicios (principalmente en la industria y el transporte) cuyas alternativas limpias son actualmente muy caras y sería necesario un precio del carbono muy elevado (cerca de 1.000 dólares por tonelada de CO<sub>2</sub> equivalente, \$/TCO<sub>2</sub> en adelante), para desincentivar su modelo productivo actual.<sup>2</sup> Por otro lado, el segundo método consiste en determinar el precio óptimo para corregir las externalidades negativas que generan las actividades contaminantes (mayor frecuencia y violencia de eventos climáticos adversos, contaminación atmosférica, etc.). Los modelos utilizados para estimar el precio del carbono en la UE que consisten en mantener el aumento de la temperatura por debajo de 2 °C oscilan alrededor de los 80 \$/TCO<sub>2</sub> y los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2030 y 2050, respectivamente, mientras que los que pretenden alcanzar la neutralidad climática en 2050 se sitúan alrededor de los 300 \$/TCO<sub>2</sub> en 2030 y de los 1.000 \$/TCO<sub>2</sub> en 2050.<sup>3</sup>

### Los efectos macroeconómicos del aumento de los precios del carbono

Existe un amplio consenso en que la aplicación de un precio sobre las emisiones tendría a largo plazo efectos muy positivos para el medio ambiente.<sup>4</sup> En cuanto al impacto sobre el crecimiento económico, veríamos efectos positivos de la mano de la mayor inversión pública y privada en industrias limpias, las cuales permiten generar más empleo que invertir en industrias contaminantes.<sup>5</sup> Asimismo, la aplicación de un precio sobre las emisiones contribuiría a reducir el riesgo de que se materializasen fenómenos meteorológicos extremos y con un elevado impacto económico.

Sin embargo, a corto plazo también habría algunos efectos negativos. En particular, el principal canal a través del cual el precio del carbono afectaría negativamente al crecimiento sería el menor consumo privado derivado de un mayor coste de los bienes y servicios afectados por la introducción de un precio sobre el carbono.

Por último, los efectos en términos de bienestar de un mecanismo de precio sobre las emisiones dependerán de cómo se diseñe la asignación de los ingresos fiscales que se obtienen. Estos ingresos podrían ser destinados a compensar a aquellos individuos más perjudicados por el aumento de precios del carbono, a disminuir otros impuestos menos eficientes o a invertir en determinadas partidas de gasto público.

A modo ilustrativo, y con la ayuda de un modelo macroeconómico global, analizamos el impacto de distintos escenarios del precio del carbono sobre la evolución del PIB y la inflación en relación con un escenario base que no contempla un precio global del carbono.<sup>6</sup> Este ejercicio nos permite explorar qué decisiones económicas tomarían los individuos y las empresas ante cambios en los precios relativos de las distintas fuentes de energía. Concretamente, en función del precio relativo de las fuentes de energía, los consumidores ajustarán su demanda de bienes energéticos y de consumo, mientras que las empresas harán lo propio con los insumos y fuentes energéticas del proceso de producción.<sup>7</sup> Así, un *shock* del precio del carbono lleva a un encarecimiento relativo de las fuentes de energía más contaminantes y ofrece incentivos para una mayor demanda de fuentes más limpias (y de bienes e insumos menos intensivos en emisiones), lo que ayuda al mismo tiempo a mitigar los efectos adversos de un mayor

1. Ya sea imponiendo un precio fijado por los reguladores a los productos que contengan cierta cantidad de GEI o bien mediante un mercado de emisiones, como el de la UE. Para más detalles, véase [«¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo»](#) en el IM11/2019.

2. Véase *The Economist* (2021). «Giving up carbs – What is the cheapest way to cut carbon?», 27 de febrero de 2021.

3. Véase Nordhaus, W. (2018). «Projections and Uncertainties about Climate Change in an Era of Minimal Climate Policies». *American Economic Journal: Economic Policy*, No. 10(3), 333-60. En lo que resta de artículo nos referiremos a estas estimaciones, que son las utilizadas por el Network for Greening the Financial System.

4. Véase Metcalf, G. E. y Stock, J. H. (2020). «The Macroeconomic Impact of Europe's Carbon Taxes. Working Paper 27488, National Bureau of Economic Research.

5. Véase el artículo [«La recuperación verde»](#) en el Dossier del IM01/2021.

6. Nos centramos en cuatro escenarios principales: (i) un aumento gradual del precio global del carbono hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2050 (consistente con mantener el aumento de la temperatura global por debajo de los 2 °C); (ii) este mismo escenario, pero acompañado de inversión en energías renovables; (iii) un aumento súbito hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> del precio del carbono en 2030 como consecuencia de una reacción tardía de la regulación, y (iv) un aumento gradual hasta los 1.000 \$/TCO<sub>2</sub> (consistente con alcanzar la neutralidad climática en 2050).

7. Es un modelo de demanda en el que no se producen cambios en las decisiones de inversión, por lo que no se consideran los efectos indirectos del aumento de los precios del carbono en el desarrollo de tecnologías «verdes», en el aumento de la capacidad instalada de energías renovables o en la electrificación de la industria o de la red de transportes.

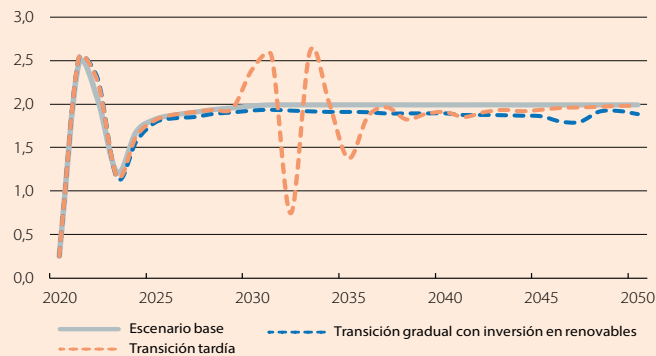
calentamiento global en el PIB. En el ejercicio se asume que los ingresos de este mecanismo se utilizan para reequilibrar las cuentas públicas, sin cambiar la estructura de gasto público ni los impuestos existentes en cada país.

Con la introducción del precio del carbono se observaría un PIB en 2050 ligeramente menor que en el escenario base (véase el primer gráfico), principalmente debido a un menor consumo privado e inversión por el encarecimiento de los bienes y servicios afectados por la introducción de este precio. En 2050, el impacto negativo sobre el nivel de PIB de la eurozona sería inferior al 2%, incluso en el escenario de mayor ambición de la transición climática –con un precio de las emisiones más elevado para alcanzar la neutralidad climática ese año– o en el de una transición tardía (véase el primer gráfico). Los resultados son similares para el caso de EE. UU., aunque China sí que se vería más afectada en el escenario climático más ambicioso –su nivel de PIB en 2050 podría ser un 6% más bajo ese año en relación con un escenario sin un precio global del carbono– al tratarse de un país más dependiente de fuentes de energía contaminantes y que requerirá, por tanto, de un esfuerzo de transición más significativo. Eso sí, en el escenario que contempla un precio global del carbono que permitiera limitar el aumento de la temperatura a menos de 2 °C en 2050 acompañado por un aumento significativo de la inversión en energías renovables, el impacto negativo en el PIB sería muy pequeño en la eurozona y en EE. UU., y contenido en China.

En cuanto a la inflación, la gradualidad y previsibilidad en el aumento de los precios del carbono es clave para mantenerla a raya. No sería el caso de una transición energética desordenada en la que en 2030 se fijase de forma abrupta un precio de las emisiones elevado para compensar su tardía puesta en marcha (véase el segundo gráfico). En dicho escenario, la inflación en la eurozona aumentaría bruscamente ese año y tendría un efecto contractivo en el PIB, lo que a su vez generaría volatilidad en la inflación durante los siguientes años.<sup>8</sup> Tal escenario guarda algunos paralelismos con el *shock* energético de 2021. El súbito repunte de los precios de la energía lleva a una subida de la inflación general a corto plazo, lo que tiene un impacto negativo sobre el crecimiento económico debido a la contracción del consumo privado y a la subida de los tipos de interés necesaria para contener presiones inflacionistas.

**Eurozona: impacto de un aumento del precio del carbono sobre el IPC**

Variación interanual (%)



**Notas:** En el escenario de transición gradual, asumimos un aumento gradual del precio del carbono hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2050, acoplado a un aumento del ritmo de inversión en energías renovables. El escenario de transición tardía es de aumento súbito del precio del carbono hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2030. Los impactos se calculan con respecto a un escenario base que no contempla un sistema global de precios del CO<sub>2</sub>.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Global Economic Model de Oxford Economics.

bles ganasen peso, la volatilidad del precio de las materias primas afectaría a una parte menor de la generación energética, por lo que la factura de la electricidad tendería a ser más estable.

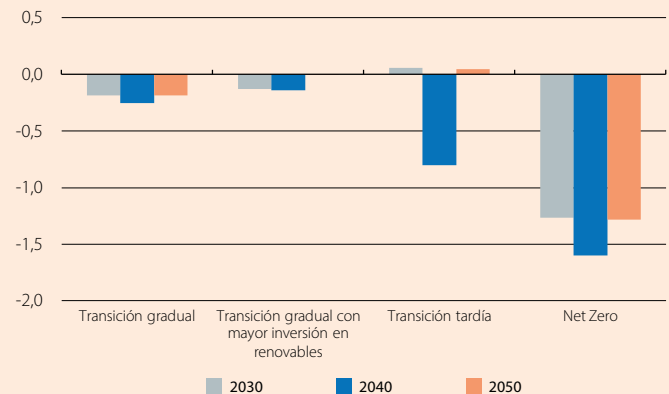
Con todo, el reto de implementar el precio del carbono de forma coordinada entre los países avanzados y emergentes es mayúsculo y no está exento de dificultades. Entre ellas, está la gestión de los ganadores y perdedores de la transición, tanto entre economías como dentro de cada una de ellas. El diseño de mecanismos para minimizar el impacto sobre aquellos potencialmente más perjudicados por el precio del carbono será clave para su éxito.

Lúis Pinheiro de Matos y Ricard Murillo Gili

8. Véase el Focus «El impacto del aumento del precio de la electricidad sobre la economía española» en el IM12/2021, y Alonso, I. y Suárez-Varela, M. (2021). «Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas», Informe trimestral de la economía española (4T 2021), Banco de España.

**Eurozona: impacto de un aumento de los precios del carbono sobre el PIB**

Desviación respecto a escenario base (%)



**Notas:** En los dos escenarios de transición gradual, asumimos un aumento gradual del precio del carbono hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2050. El escenario de transición tardía es de aumento súbito del precio del carbono hasta los 200 \$/TCO<sub>2</sub> en 2030. El escenario Net Zero supone un aumento gradual del precio del carbono hasta los 1.000 \$/TCO<sub>2</sub> en 2050. Los impactos se calculan con respecto a un escenario base que no contempla un sistema global de precios del CO<sub>2</sub>.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Global Economic Model de Oxford Economics.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

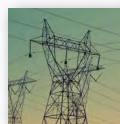
### Perspectivas 2022

En el Dossier de diciembre analizamos las perspectivas económicas para 2022. En él se plantean algunos de los principales riesgos del momento, como los cuellos de botella o la normalización monetaria en un contexto de inflación alta. También se presentan las perspectivas para la economía española y el impacto de algunos de los elementos clave en el panorama económico.



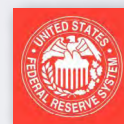
### España: «El impacto del aumento del precio de la electricidad sobre la economía española»

El precio de la electricidad ha poblado los titulares de prensa y ha aliñado las discusiones de sobremesa desde mediados de 2021. Con razón: el precio de la electricidad se disparó a partir de julio y ya en octubre casi cuadruplicaba el promedio de 2018-2019. ¿A qué se debe este aumento y cuál va a ser el impacto económico derivado del mismo?



### 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 COVID-19

Informe semanal de la evolución de la COVID-19 y de la campaña de vacunación en España y el mundo: incidencia acumulada, presión hospitalaria, nuevos casos y fallecidos, contagios por edad, ritmo de vacunación.



### Informe Inmobiliario 1S 2022

Tras el *shock* inicial por el estallido de la crisis sanitaria, el sector inmobiliario se ha recuperado en tiempo récord y se espera que mantenga el vigor en los meses que vienen, pese a los retos a los que se enfrenta la economía.



### Informe Sectorial Agroalimentario 2021

Conoce la situación y las perspectivas del sector agroalimentario en España, su apuesta por la sostenibilidad y cómo están respondiendo los sectores porcino y vitivinícola a la crisis por la pandemia.



Síguenos en:



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



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2022

© Banco BPI, 2022

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

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

