

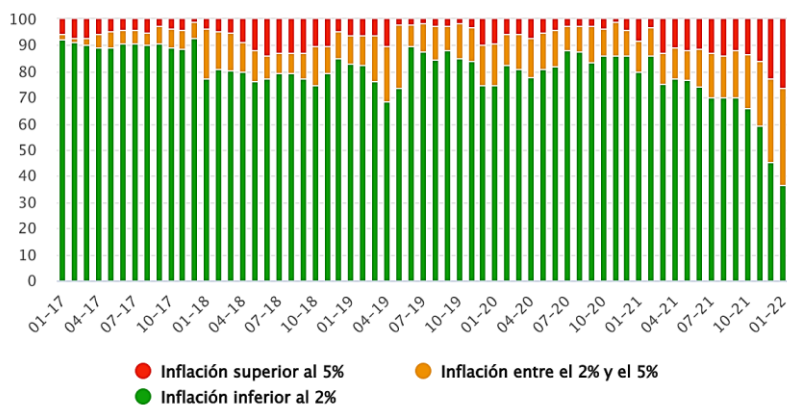
Economía española

El consumo español retrocedió de forma muy moderada en el primer mes del año y la energía deterioró el déficit comercial en 2021. En enero, el indicador diario de ventas de grandes empresas cayó un 1,9% intermensual (dato desestacionalizado). A pesar del retroceso mensual, previsible dado el contexto epidemiológico adverso del mes de enero, en una comparativa trimestral el registro de enero se situó tan solo un 0,3% por debajo del promedio del 4T 2021. Por su parte, en 2021 el déficit de la balanza comercial alcanzó los 26.178 millones de euros, cifra equivalente al 2,2% del PIB y que duplica la del año anterior, aunque es inferior a la de 2019 (31.544 millones). Este fuerte deterioro viene explicado, fundamentalmente, por el empeoramiento de la balanza energética ante la subida de los precios de la energía. En concreto, el déficit se situó en 25.326 millones, el peor registro desde 2015 (-14.528 millones en 2020). En cuanto a la balanza de bienes no energéticos, también empeoró, al pasar de un superávit de 1.106 millones en 2020 a un déficit de 852 millones en 2021. Con todo, ello se debió al enorme dinamismo de las importaciones, puesto que las exportaciones no energéticas también avanzaron de forma muy sólida en el año (+19,6% interanual frente al +18,8% de las exportaciones).

La inflación general española se situó en enero en el 6,1%, 1 décima por encima de lo que había adelantado el INE el pasado día 31 de enero y 4 décimas por debajo del registro de diciembre. Por su parte, la inflación subyacente avanzó hasta el 2,4% (2,1% en diciembre). En este sentido, se frena la tendencia alcista de los últimos meses del IPC general. De todas formas, aumenta la proporción de los bienes que presentan una tasa de inflación elevada: el 63% de la cesta ya exhibe tasas de inflación por encima del 2%, mientras que un 26% de la cesta ya se encuentra por encima del 5%. De cara a los próximos meses, prevemos que la inflación se mantendrá en cotas elevadas de la mano de los incrementos en los precios de la energía (véase la [Nota Breve](#)).

El semáforo de la inflación

(% de la cesta)



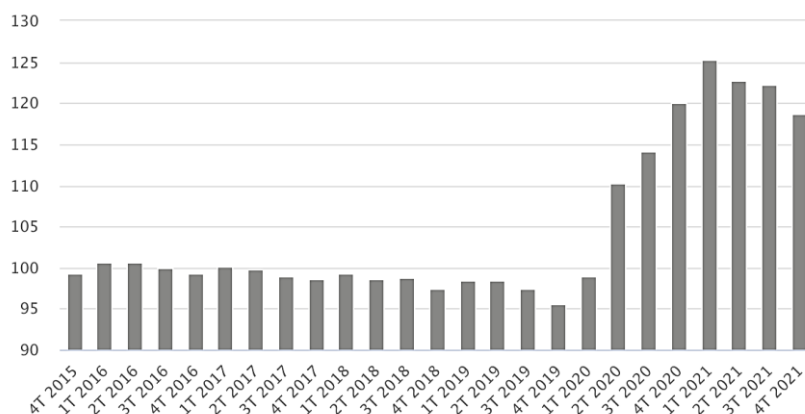
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

La actividad inmobiliaria cierra un año de fuerte recuperación. Así, en diciembre de 2021, se realizaron 48.119 compraventas, un 32,9% más que el mismo mes de 2020. En el conjunto del 2021, se produjeron 565.523 compraventas de vivienda, un 34,6% más que en 2020 y un 11,9% más que en 2019. De este modo, el mercado inmobiliario cerró el 2021 con cotas de actividad muy superiores a las del periodo precrisis. Por segmentos, tanto la vivienda nueva como la usada presentaron tasas de crecimiento positivas, aunque en vivienda nueva fueron muy superiores (un 23,8% de crecimiento respecto a 2019 en vivienda nueva frente al 9,2% en vivienda usada). De ahora en adelante, pensamos que este repunte de actividad se moderará ligeramente y que el sector convergerá hacia niveles de actividad parecidos a los de 2019.

La deuda pública en porcentaje del PIB se estabilizó en niveles elevados en 2021. En concreto, según datos provisionales, la deuda se situó a cierre de 2021 en los 1,43 billones de euros, lo que representa un importante aumento de 82.000 millones respecto a 2020 en un contexto todavía condicionado por los elevados gastos debidos a la pandemia. En términos de PIB, la ratio de deuda fue del 118,7%, esto es -1,3 p. p. respecto a 2020, pero +23,2 p. p. con respecto al cierre de 2019. El dato se emplazó algo por debajo de las previsiones del Gobierno (119,5% del PIB).

España: deuda pública

(% del PIB)



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

Economía portuguesa

Los indicadores de actividad portugueses continúan oscilando en torno a niveles relativamente altos. En enero, el indicador del clima económico, que resume el sentimiento en los distintos sectores de actividad, se mantuvo prácticamente en los mismos niveles que en diciembre y noviembre, a pesar de la ola de contagios. Por su parte, el indicador diario de actividad elaborado por el Banco de Portugal sugiere una aceleración significativa de la actividad en la primera quincena de febrero. En este contexto, las tensiones sobre los precios se mantienen. Así, el índice de precios de producción industrial aumentó un 17,9% interanual en enero, fuertemente afectado por el incremento en los precios de la energía.

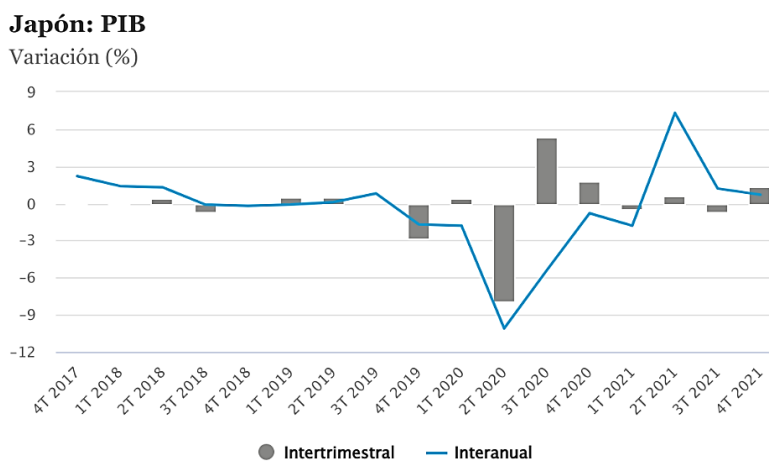
Economía internacional

Modesta mejora de las expectativas en Alemania a pesar del aumento de la incertidumbre geopolítica. El índice de sentimiento económico ZEW volvió a subir en febrero y alcanzó su nivel más elevado desde agosto, ello apunta a una reactivación de la economía en los próximos meses a medida que las restricciones impuestas se vayan relajando. Además, el índice muestra cierta confianza hacia una moderación en la inflación, aunque a menor ritmo y desde niveles más elevados que lo previsto hace un mes. Esto explica que el porcentaje de encuestados que espera subidas en los próximos seis meses de los tipos a corto plazo en la eurozona haya aumentado hasta el 50%, frente apenas un 26% que lo contemplaban hace un mes. Por otro lado, según datos preliminares, el empleo en la eurozona creció un 0,5% en el 4T 2021, superando ya en un 0,3% su nivel prepandemia, a diferencia de EE. UU. y el Reino Unido, donde el empleo aún se encuentra por debajo de su nivel precrisis.

Los indicadores de actividad de EE. UU. siguen mostrando un panorama mixto en el 1T 2022. En positivo, por ejemplo, tenemos el fuerte avance de la producción industrial en enero (+1,4% intermensual) o la mejora del indicador de actividad semanal elaborado por la Fed de Nueva York para la segunda semana de febrero. Por el contrario, los índices manufactureros de la Fed de Filadelfia y la de Nueva York mostraron una moderación en este mes de febrero, igual

que el índice de sentimiento del mercado inmobiliario (el NAHB). Tomados en su conjunto, los indicadores que hemos ido conociendo las últimas semanas muestran una ralentización de la actividad económica en el 1T 2022, aunque algo menor a la que preveíamos hace apenas un mes y medio con la elevada ola de contagios por ómicron.

La economía japonesa creció un 1,7% en 2021, tras una aceleración en el tramo final del año. En concreto, el PIB avanzó un considerable 1,3% intertrimestral en el 4T 2021 (0,7% interanual), después de la contracción ocurrida en el 3T 2021 (-0,7% intertrimestral). El fin del estado de alarma en septiembre favoreció la recuperación al final del año. De cara a los primeros compases del 2022, la significativa reducción de la movilidad dentro del país por la nueva ola de COVID comportará un deterioro en el 1T 2022. Con todo, con la mejora de la situación sanitaria, estimamos una recuperación significativa de la mano de la demanda embalsada y de las exportaciones tras este 1T más débil.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina del Gabinete de Japón.

Rusia creció con fuerza en 2021. La economía rusa creció un 4,7%, tras un descenso del 2,7% en 2020, lo que la situó en el grupo a la cabeza del crecimiento entre los países emergentes. El ritmo de expansión, el mayor desde 2008, se debió en gran medida al fuerte impulso del consumo privado y la inversión en la segunda mitad del año. De cara a 2022, dejando a un lado las implicaciones negativas que tendría para la economía el empeoramiento de la crisis con Ucrania, estimamos que el ritmo de crecimiento se moderará en un escenario de endurecimiento de la política monetaria.

Mercados financieros

La volatilidad gana protagonismo. Una semana más, el aumento de las tensiones entre Rusia y Occidente y el incierto futuro de las negociaciones siguieron dominando en los mercados financieros. A este aspecto se unió la publicación de las actas de la última reunión del FOMC (véase la noticia posterior), donde los inversores adivinaron un tono algo menos agresivo respecto a la cuantía de las subidas de tipos de lo que inicialmente habían considerado. Ambos aspectos sirvieron de apoyo para el aumento de la volatilidad y la reducción de la preferencia por los activos de riesgo. Así, en los mercados soberanos se produjeron descensos en las referencias a 10 años tanto en Alemania (-11 p. b.) como en EE. UU. (-1 p. b.), donde el *treasury* cotizó por debajo del 2,0%. No obstante, este aspecto no impidió que el dólar mantuviera su fortaleza frente al resto de divisas ante el aumento de las tensiones geopolíticas. Por su parte, los principales índices de renta variable también reflejaron el nerviosismo y sumaron una nueva semana de pérdidas, especialmente notables en EE. UU. (S&P 500 -1,6%), donde los beneficios empresariales del 4T 2021, a pesar de ser buenos, no sorprendieron a los inversores tanto como en los trimestres anteriores. En el mercado de *commodities*, el precio del barril de Brent osciló durante la semana al hilo de la situación en la frontera entre Rusia y Ucrania, aunque la evolución favorable de las negociaciones de EE. UU. con Irán ayudó a que el precio descendiera hasta los 94 dólares.

Fed y BCE preparan la retirada de estímulos monetarios. Las actas de la última reunión de la Reserva Federal (25-26 de enero) mostraron un consenso generalizado entre sus miembros en iniciar la subida de tipos de interés pronto, lo que estimamos que se producirá en marzo. Asimismo, la mayoría de los miembros son favorables a subir los tipos a un mayor ritmo que el observado entre 2015 y 2018 y, en caso de que la inflación no se modere tal y como esperan durante 2022, acelerarlo todavía más. Más recientemente, destacaron las declaraciones de James Bullard, que se mantiene favorable a realizar una subida de 100 p. b. antes de julio. En el BCE, el giro *hawkish* también se ha dejado sentir, aunque diversos miembros abogan por una retirada más gradual de los estímulos monetarios para no estrangular la recuperación económica. Los comentarios tanto de Isabel Schnabel como de Phillip Lane de la semana pasada apuntaban a una revisión al alza de las previsiones de inflación en la reunión de marzo, lo que conllevaría una recalibración de las compras de activos. En este sentido, Schnabel comentó que las compras netas de activos deberían finalizar antes de que las condiciones para la subida de tipos se hayan cumplido.

		18-2-22	11-2-22	Var. semanal	Acumulado 2022	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	-0,53	-0,52	-1	4	2
	EE. UU. (Libor)	0,48	0,51	-3	27	30
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	-0,33	-0,30	-3	17	17
	EE. UU. (Libor)	1,29	1,39	-10	71	100
Tipos 10 años	Alemania	0,19	0,30	-11	37	50
	EE. UU.	1,93	1,94	-1	42	59
	España	1,20	1,22	-1	64	85
	Portugal	1,08	1,17	-9	62	83
Prima de riesgo (10 años)	España	101	92	9	27	35
	Portugal	89	87	2	25	33
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		4.349	4.419	-1,6%	-8,8%	11,3%
Euro Stoxx 50		4.074	4.155	-1,9%	-5,2%	9,7%
IBEX 35		8.590	8.798	-2,4%	-1,4%	5,4%
PSI 20		5.632	5.591	0,7%	1,1%	16,9%
MSCI emergentes		1.232	1.241	-0,7%	0,0%	-13,9%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,132	1,135	-0,2%	-0,4%	-6,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,833	0,837	-0,4%	-1,0%	-3,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,326	6,355	-0,5%	-0,5%	-2,0%
USD/MXN	pesos por dólar	20,292	20,538	-1,2%	-1,2%	-0,7%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		111,6	109,9	1,6%	12,6%	30,9%
Brent a un mes	\$/barril	93,5	94,4	-1,0%	20,3%	48,7%

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