

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 465 | MARZO 2022



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La inflación sí entiende de clases

*El sector inmobiliario chino (parte II):
¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja
altitud?*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Los ingresos tributarios en España en 2021:
una recuperación muy vigorosa*

*El impacto de las condiciones financieras
sobre la carga de la deuda pública española*

ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO DE LA CRISIS DE UCRANIA

Vientos de estanflación

*La economía española ante la guerra
en Ucrania*

*El impacto de un aumento del precio
del petróleo y del gas en España:
posibles escenarios*

INFORME MENSUAL**Marzo 2022**

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Clàudia Canals y Nuria BustamanteCoordinadoras del *Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**
[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

4 de marzo de 2022

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS****10 ECONOMÍA INTERNACIONAL****13 *La inflación sí entiende de clases***

Rita Sánchez Soliva

15 *El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?*

Luís Pinheiro de Matos

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA**21 *Los ingresos tributarios en España en 2021: una recuperación muy vigorosa***

Javier García-Arenas

23 *El impacto de un aumento del precio del petróleo y del gas en España: posibles escenarios*

Oriol Carreras

25 *El impacto de las condiciones financieras sobre la carga de la deuda pública española*

Javier García-Arenas y Ricard Murillo Gili

28 ECONOMÍA PORTUGUESA**30 *Productividad en Portugal: ¿ingrediente mágico o plato principal?***

Tiago Belejo Correia

Vientos de estanflación

La invasión de Ucrania por parte de las tropas rusas supone un punto y aparte en el contexto geopolítico internacional tras la caída del muro de Berlín. Las consecuencias de un evento de tal magnitud (un cisne negro en terminología financiera) son todavía difíciles de anticipar, pero podrían cambiar algunas de las tendencias de fondo que han definido el comportamiento de la economía mundial en las últimas décadas. La búsqueda de una mayor autonomía estratégica (especialmente en Europa) conllevará la reformulación tanto de la acción exterior como de las políticas energéticas, de defensa o de competencia, lo que se trasladará al marco económico. Es evidente que el retorno a las áreas de influencia geopolítica tendría efectos negativos sobre el comercio internacional, cuando las dudas sobre la fragilidad de las cadenas de valor ya se empiezan a traducir en incipientes procesos de búsqueda de integración vertical en sectores especialmente afectados por disrupciones en las cadenas de suministro. Es decir, tras décadas en las que el proceso de globalización ha avanzado por una autopista, prácticamente sin obstáculos, ahora se está desviando a una carretera secundaria, sujeto a diversos imponderables (COVID, geopolítica, etc.). Por tanto, la paradoja es que la globalización, el vértice que hasta la pandemia mostraba más solidez en el trilema de Rodrik (no se puede optar simultáneamente por globalización, soberanía nacional y democracia, sino solo por dos de estos elementos), ahora también puede empezar a reflejar ciertos síntomas de desgaste.

Pero mientras se van articulando las tendencias de fondo que afectarán a la configuración de la estructura productiva a medio plazo (digitalización, transición energética o nueva coyuntura geopolítica), la realidad es que afrontamos un nuevo evento con un importante potencial disruptivo, cuando aparentemente estábamos dejando atrás lo peor de la COVID. En primer lugar, porque la importancia de Rusia como productor (y exportador) de petróleo, gas natural, níquel, etc., se está reflejando en la mayor escalada del precio de las materias primas en décadas, lo que supondrá una nueva perturbación de oferta que afectará negativamente a la combinación de crecimiento e inflación en los próximos trimestres. Con el riesgo de consolidar la inercia alcista que estaban mostrando los precios de las cestas de consumo en buena parte de la OCDE, reflejo de importantes desajustes entre oferta y demanda provocados por la pandemia.

El segundo canal de contagio será el aumento de la incertidumbre que ya está provocando el primer conflicto bélico telegrafado en tiempo real por las redes sociales, lo que inevitablemente frenará las decisiones de consumo e inversión de los agentes en las próximas semanas, desde la compra de un automóvil por parte de una familia hasta la gestión de las existencias de un buen número de empresas. Finalmente, el canal financiero podría amplificar los efectos anteriores pues, aunque la exposición de la banca internacional a Rusia es reducida, el incipiente movimiento de huida hacia la calidad de los inversores puede en algún momento provocar tensiones de liquidez en determinados segmentos de mercado. A todo lo anterior le debemos añadir el efecto distorsionador del mayor paquete de sanciones económicas de las últimas décadas que arrasará a la recesión a la economía rusa (y, con casi toda seguridad, al impago de sus obligaciones en divisas), pero que también puede tener incidencia en el resto del mundo, pues no favorecerá el desatascamiento de los cuellos de botella. En definitiva, aunque de forma desigual, el aumento del riesgo geopolítico va a tener repercusiones económicas, financieras y sociales que se unirán a las diplomáticas o militares. Y todas ellas interactuarán de una forma difícil de predecir.

Lo que ya sabemos es que todo lo anterior va a implicar una profunda revisión de las previsiones de crecimiento (a la baja) e inflación (al alza) y que afectará a todos nuestros bolsillos, como ya estamos comprobando cada vez que nos pasamos por una gasolinera. Un conflicto bélico, además del coste en vidas humanas, siempre tiene un coste económico y la clave es repartir los sacrificios de manera equitativa entre los agentes económicos. Evidentemente, los efectos van a ser asimétricos, con una mayor incidencia sobre la economía europea y los países emergentes dependientes de materias primas y con problemas de liquidez. Los primeros análisis de sensibilidad basados en diferentes escenarios sobre comportamiento de los precios de la energía anticiparían un efecto negativo en crecimiento para Europa de entre 1 y 2,5 p. p. en 2022, mientras que la inflación media aumentaría entre 1 y 1,5 p. p. Con una estructura económica y una flexibilidad de los factores de producción muy diferentes a los existentes en la década de los setenta del pasado siglo, el riesgo de estanflación parece moderado. Sobre todo, si las respuestas de política económica son acertadas, acomodando el choque de oferta para suavizar efectos en familias y empresas pero intentando evitar efectos de segunda ronda en precios. Todo ello tendrá un coste fiscal que, probablemente, implicará una nueva suspensión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2023, mientras que el BCE no se precipitará en su camino hacia la normalización monetaria hasta que no tenga más visibilidad en medio de la niebla que siempre provoca una guerra.

De momento, la parte positiva es que Europa ha vuelto a responder con unanimidad y decisión a un enorme desafío por segunda vez en poco más de dos años, pese a la fragilidad que supone la dependencia casi total de las importaciones de gas natural ruso en países como Hungría, Letonia, República Checa o Eslovaquia (40% del total consumido en Europa). Si el proceso de construcción europea avanza a tirones de crisis en crisis, el encadenamiento desde el año 2008 de tres importantes momentos de inestabilidad (crisis financiera, COVID y Ucrania) ha elevado el nivel del desafío. Una respuesta a la altura de las circunstancias, como la que estamos viendo hasta el momento, puede suponer el espaldarazo definitivo a la integración europea. Un motivo para la esperanza ante el dolor que supone ver imágenes en Europa que nos retrotraen a lo peor del siglo XX.

José Ramón Díez
Marzo 2022

Cronología

FEBRERO 2022

- 1-23** Escalada de las tensiones entre Rusia y Occidente por las maniobras militares en la frontera ruso-ucraniana.
- 24** Invasión rusa de Ucrania.
Inicio de las sanciones internacionales a Rusia.

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.

ENERO 2022

- 1** Sexta ola de COVID en España.
- 23** Una delegación talibán inicia conversaciones con potencias europeas y EE. UU. en Oslo.
- 24** El telescopio James Webb llega a su destino final para estudiar el origen del universo.

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.

Agenda

MARZO 2022

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
Portugal: producción industrial (enero).
- 3** Portugal: crédito de nueva concesión (enero).
- 10** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** Portugal: *rating* S&P.
- 15-16** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17** España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 18** España: *rating* S&P.
- 23** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
Portugal: precios de la vivienda (4T).
- 24-25** Consejo Europeo.
- 25** España: PIB 4T (segunda estimación).
España: balanza de pagos y PIIN (4T).
Portugal: tasa de ahorro (4T).
Portugal: ejecución presupuestaria de las AA. PP. (2021).
- 30** España: avance del IPC (marzo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
- 31** España: tasa de ahorro de los hogares (4T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (febrero).

ABRIL 2022

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 8** Portugal: cifra de negocios en la industria (febrero).
Portugal: comercio internacional (febrero).
- 12** España: cuentas financieras (4T).
- 14** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18** China: PIB (1T).
- 28** España: avance del IPC (abril).
España: encuesta de población activa (1T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (abril).
EE. UU.: PIB (1T).
- 29** España: avance del PIB (1T).
España: ejecución presupuestaria del Estado (marzo).
Portugal: avance del PIB (1T).
Portugal: avance del IPC (abril).
Portugal: cifra de negocios en el comercio (marzo).
Eurozona: PIB (1T).

La economía española ante la guerra en Ucrania

El estallido de la guerra en Ucrania se ha producido en un momento en el que la situación y las perspectivas de la economía española eran favorables. La actividad económica fue ganando tracción a lo largo del pasado año y en el 4T avanzaba un destacable 5,2% en términos interanuales. Además, el impacto de la nueva oleada de contagios provocada por la variante ómicron fue inferior al que se temía. La elevada proporción de población vacunada permitió contener la presión hospitalaria y eso, finalmente, nos permitía mirar al futuro con cierto optimismo. Confiábamos en que los próximos meses entraríamos en una nueva fase de la pandemia, en la que podríamos recuperar una vida más normal y en la que la recuperación económica se consolidaría.

A estas perspectivas alentadoras se le sumaba el despliegue de los fondos NGEU, que todo apunta a que cogerá fuerza en los próximos meses y su impacto en el crecimiento podría ser claramente superior a 1 p. p. este año. El ahorro acumulado durante los peores meses de la pandemia se preveía que seguiría impulsando el consumo. El turismo internacional, que resistió mucho mejor de lo que pensábamos durante los meses de diciembre y enero, ya daba señales de recuperación. Las búsquedas en internet para ir de vacaciones a España estaban creciendo con fuerza y apuntaban a una muy buena temporada de verano. Y los cuellos de botella, que limitaban la recuperación de los flujos comerciales internacionales, confiábamos que irían moderándose. Ante estas perspectivas, pocos dudaban de que el crecimiento este año podía superar ampliamente el 5%.

Sin embargo, el conflicto bélico que ha estallado en Ucrania hace que ahora sea muy difícil pronosticar el curso que va a seguir la actividad económica, pero cada día que pasa parece más difícil que el crecimiento alcance el 5%. Dada la elevada incertidumbre, todavía es prematuro dibujar un nuevo escenario macroeconómico. En función de la duración del conflicto, del ámbito geográfico en el que se circunscriba y de las sanciones y contrasanciones que se impongan, el impacto será más o menos abultado. Lo que sí podemos hacer es identificar los principales canales a través de los cuales va a afectar a la economía española y ofrecer algunas métricas que nos permitan obtener un poco de sensibilidad.

Sin lugar a duda, el principal impacto procederá del fuerte encarecimiento de la energía. Las importaciones netas de gas y petróleo prácticamente ascendieron a 25.000 millones de euros el pasado año. Aunque el grueso no proviene de Rusia, como los precios se fijan a nivel internacional, la fuerte alza que se ha producido tendrá un impacto directo y que podría ser elevado si persiste en el tiempo. Como referencia, si el precio del petróleo y el del gas cierran el año con un precio promedio similar al que apuntaban los mercados de futuros a finales de febrero y principios de marzo

(con el petróleo alrededor de los 105 dólares por barril y el gas alrededor de los 120 euros/mhw), el crecimiento del PIB probablemente acabaría siendo algo más de 1 punto inferior al que preveíamos antes del estallido del conflicto. El impacto puede ser destacable, pero por fortuna el ritmo de crecimiento del que se partía era relativamente elevado.

También preocupa el alza de la inflación que se puede producir a raíz del encarecimiento de la energía. Los últimos meses hemos constatado cómo las presiones alcistas derivadas, sobre todo, del aumento del precio del petróleo, del gas y de la electricidad, se iban trasladando al resto de la cesta de bienes de consumo. En enero, más de un 60% de los bienes que forman parte del índice de precios de consumo ya presentaba un aumento de su precio superior al 2% interanual. Si los precios de la energía acaban manteniéndose alrededor de las elevadas cotas a las que apuntaban los mercados de futuros, la inflación podría situarse en torno al 7% en el promedio del año.

Más allá del impacto agregado en el crecimiento y la inflación, hay algunos subsectores que acusarán de forma especial la coyuntura actual. Por un lado, cabe mencionar aquellos que consumen mucha energía en su proceso productivo y que, por tanto, se ven muy afectados por el alza de su precio. En la industria manufacturera, destacan, por ejemplo, la industria auxiliar de la construcción, la metalurgia y la industria maderera. El sector agroalimentario también sufrirá un notable impacto. De forma directa, debido a las elevadas importaciones de Rusia y Ucrania de cereales (especialmente el maíz), de aceite de girasol (usado, por ejemplo, en las conservas y en la elaboración de todo tipo de alimentos procesados; Rusia y Ucrania copan el 80% de las exportaciones a nivel mundial) y de los abonos minerales. Además, la guerra en Ucrania está generando un fuerte aumento del precio de las materias primas agrícolas que también afectará de forma muy destacable al sector agroalimentario.

Ante esta situación, una respuesta fiscal coordinada a nivel europeo deberá tomar de nuevo un papel primordial. Es importante que se apoye a aquellos sectores más afectados por los elevados precios de la energía y de otras materias primas. Además de intentar minimizar el impacto en el empleo, ello también ayudará a que no se traslade a los precios finales el encarecimiento de sus *inputs*, moderando así las presiones inflacionistas. Ante un *shock* de estas características, y de esta magnitud, también es perentorio actuar con determinación para proteger a los hogares más vulnerables. Y, finalmente, se debe acelerar la urgente transición del modelo energético hacia uno que sea más sostenible, tanto desde un punto de vista medioambiental como también geopolítico.

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
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	1,50	2,25
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	1,80	2,55
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	2,00	3,00
Deuda pública 2 años	3,70	0,96	1,63	0,13	0,62	1,85	2,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	2,35	2,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	-0,20	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	-0,22	0,42
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	-0,15	0,52
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	-0,01	0,68
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,13	0,85
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	-0,10	0,50
Deuda pública 10 años	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,31	0,30	0,80
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	0,60	1,08
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	0,76	1,21
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	1,35	1,70
Prima de riesgo	11	171	71	62	73	105	90
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	0,63	1,17
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	0,86	1,34
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	1,35	1,75
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	105	95
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,15	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,83	0,84
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	74,8	85,0	77,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	73,9	64,2

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
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,1	4,1	3,8
Países desarrollados	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	3,6	2,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	3,5	2,4
Eurozona	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,2	4,0	2,8
Alemania	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,8	3,3	2,9
Francia	2,2	0,9	1,8	-8,0	7,0	3,8	2,1
Italia	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,5	4,1	2,3
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
España	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Japón	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	2,4	1,5
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,4	7,4	3,5	1,4
Países emergentes y en desarrollo	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,7	4,5	4,7
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
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	-8,2	4,8	2,5	2,3
Rusia	7,2	1,1	1,3	-3,1	4,7	2,5	2,0
Turquía	5,4	4,9	0,9	1,6	9,1	3,3	3,9
Polonia	4,2	3,5	4,8	-2,5	5,7	4,3	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	5,4	3,2
Países desarrollados	2,1	1,6	1,4	0,7	3,4	4,7	2,0
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,9	2,2
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	4,4	1,6
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	4,5	1,7
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	3,1	1,3
Italia	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	4,3	1,6
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	0,7	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	4,6	1,8
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,1	5,8	6,2	4,5
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,2	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	8,3	7,5	3,5
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	5,7	3,5
Rusia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,7	7,0	4,1
Turquía	27,2	9,1	15,5	14,6	19,4	19,6	11,0
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	6,9	4,3

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
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	3,9	4,2
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	2,0	3,3	3,0	0,3	-0,3
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,1	7,2	5,6
Bienes de equipo	4,9	0,0	3,2	-12,9	15,5	8,0	5,0
Construcción	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-3,0	5,1	5,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,2	-0,3	1,3	-8,9	5,0	4,7	3,3
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	-20,1	13,4	11,5	4,6
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,8	8,1	4,3
Producto interior bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	4,5	2,2
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,0	11,8
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	1,1	1,1	1,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,7	1,3	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) ¹	0,4	-6,3	-2,9	-11,0	-7,1	-5,2	-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
Agregados macroeconómicos							
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	5,5	4,5	3,1
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,1	-18,7	9,9	13,7	5,9
Importación de bienes y servicios	3,6	2,5	5,0	-12,2	11,0	11,4	6,7
Producto interior bruto	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,5	0,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,1	5,9
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	-1,1	-1,0	-0,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,5	1,3	1,9
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,8	-4,3	-2,9	-1,5

Previsiones

Rusia desata el sell-off en los mercados financieros

Los mercados financieros cotizan un escenario muy incierto.

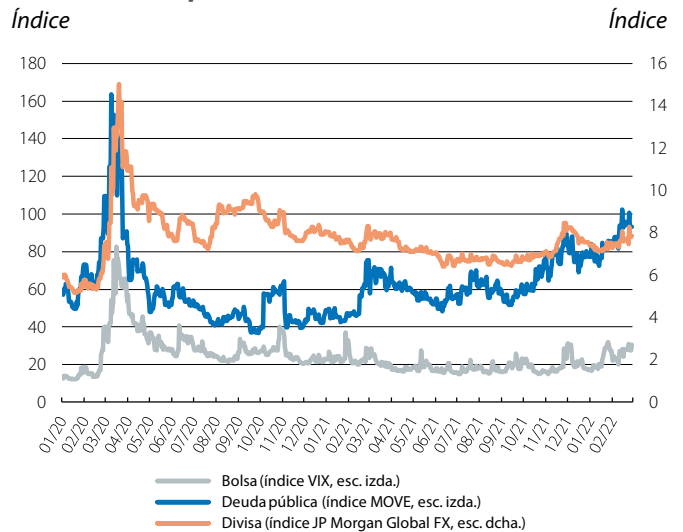
A lo largo del mes de febrero, la escalada de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Occidente se fue filtrando en los mercados financieros globales a través del aumento de la aversión al riesgo y la volatilidad, aspectos que se intensificaron con el comienzo del conflicto bélico. La invasión de Ucrania por el ejército ruso, evento al que analistas e inversores daban escasas probabilidades de que se produjera, relegó a un segundo plano aspectos como la inflación y el ritmo de subidas de los tipos de interés por parte de la Fed, dominantes hasta el momento. La reacción de los mercados financieros fue la esperada: huida hacia la calidad, fuertes correcciones en los mercados de valores, aumento de la volatilidad y, en este caso, subidas de los precios de las materias primas. Todo ello, muestra de que los inversores habían comenzado a rehacer sus previsiones sobre los efectos que el conflicto puede tener en el funcionamiento de las cadenas de valor y el impacto negativo que podría tener sobre la inflación y el ritmo de crecimiento económico.

El petróleo y el gas lideran el auge de las materias primas.

Ante el conflicto, los mercados de materias primas reaccionaron con fuertes alzas de precios, principalmente en los bienes energéticos. El temor de los inversores a desajustes en la oferta por parte de Rusia hacia Europa (Europa importa cerca del 30% del crudo de Rusia y más del 40% del gas), alimentó las tensiones en ambos mercados. De una parte, el precio del barril de Brent, que ya venía acumulando subidas desde 2021 por el fuerte aumento de la demanda tras la pandemia, ascendió notablemente y finalizó el mes de febrero por encima de los 100 dólares por barril, el nivel más alto desde 2014. De otra, el precio del gas natural europeo (cuya referencia es el TTF holandés) también repuntó con fuerza, y acumuló una revalorización del 40% desde comienzos de año hasta finales de febrero, en un contexto del mercado gasístico europeo complejo (véase el Dossier «[El precio de la energía: presente y futuro](#)» en el IM01/2022). Además del auge de los precios energéticos, también se produjeron alzas significativas en los precios de varios metales básicos, como el níquel, el aluminio o el paladio, en los que Rusia es uno de los máximos productores. Y de algunos cereales como el trigo, donde la producción entre Rusia y Ucrania representa un 25% del total mundial.

Los inversores testean las respuestas de los bancos centrales en el nuevo escenario. Antes del inicio del conflicto, tanto la Fed como el BCE habían expresado su preocupación por la persistencia de la elevada inflación y su propósito de controlarla a través de la retirada de los estímulos monetarios volcados durante la pandemia y la subida de los tipos de interés de referencia. La Fed, incluso, fue mucho más allá al clarificar la inmediatez de su hoja de ruta, como mostró en su reunión de

Volatilidad implícita en los mercados financieros



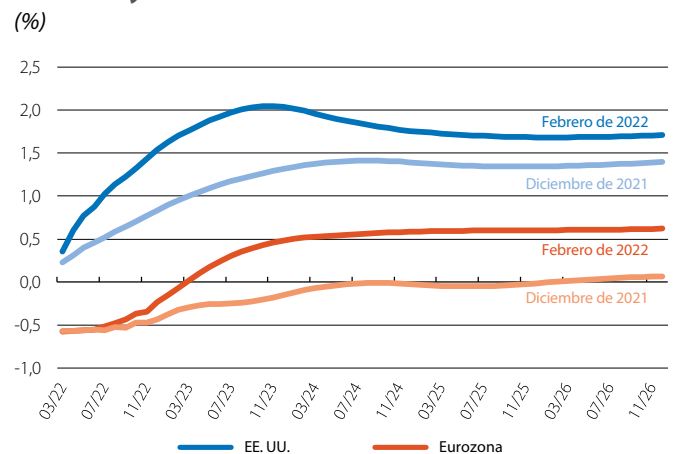
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

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



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

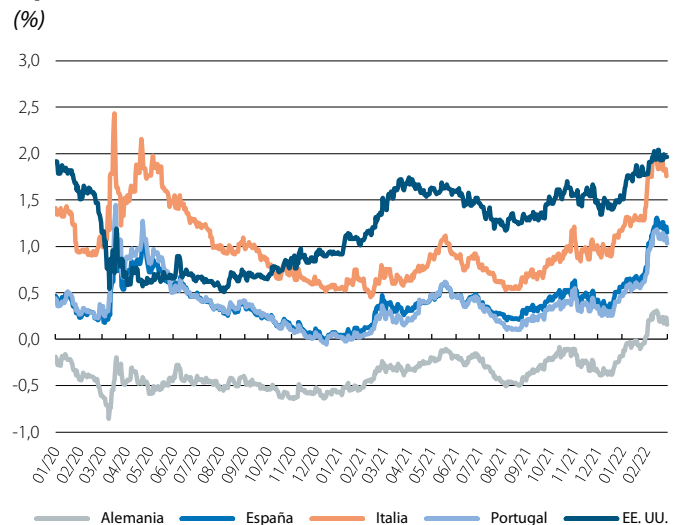
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

enero, aspecto que al hilo de la sólida recuperación del mercado laboral estadounidense llevó a parte de los inversores a anticipar hasta cinco subidas de tipos de interés durante 2022. En el caso del BCE, la entidad mantuvo un mensaje más *dovish*, marcado por la reducción gradual de las compras de activos y su finalización como paso previo a la normalización de los tipos de interés, que llevó a parte de los inversores a esperar que se produjera en diciembre de este año. Sin embargo, el inicio del conflicto y sus potenciales implicaciones sobre la inflación y el crecimiento económico de ambas regiones han generado algunos cambios en las expectativas de los inversores. En el ámbito de la Fed siguen previendo que la institución monetaria mantendrá su hoja de ruta, aunque con un perfil de subidas posiblemente menos agresivo (en marzo podría subir 25 p. b. los tipos de referencia en lugar de los 50 p. b. que se estimaban anteriormente). Mientras, en el ámbito del BCE los inversores apuntan a una mayor posición de cautela por parte de la entidad monetaria con un posible retraso en la subida de tipos hasta finales del 1T 2023. Esta variación en las expectativas de los inversores ante un escenario incierto también tuvo su repercusión en las curvas de deuda soberana de ambas economías, que experimentaron un notable descenso de las rentabilidades en todos los vencimientos (a pesar de mejorar en el agregado del mes) y redujeron sus pendientes.

La depreciación del rublo en máximos históricos. En el mercado de divisas, como es habitual en episodios de aversión al riesgo, el dólar se erigió como activo refugio y se apreció frente al resto de divisas mundiales. La solidez de su economía y la esperada subida de tipos de la Fed por parte de los inversores también dieron respaldo a la divisa en su fortaleza. En el lado opuesto se situó el rublo ruso. La imposición de sanciones económicas y financieras por Occidente sobre Rusia debilitó el tipo de cambio del rublo frente al dólar hasta niveles mínimos históricos. En un intento fallido por frenar una mayor depreciación de su divisa, el Banco de Rusia decidió elevar el tipo de interés de referencia del 9,50% al 20%, e impuso numerosas restricciones a la venta de activos financieros rusos por parte de inversores extranjeros.

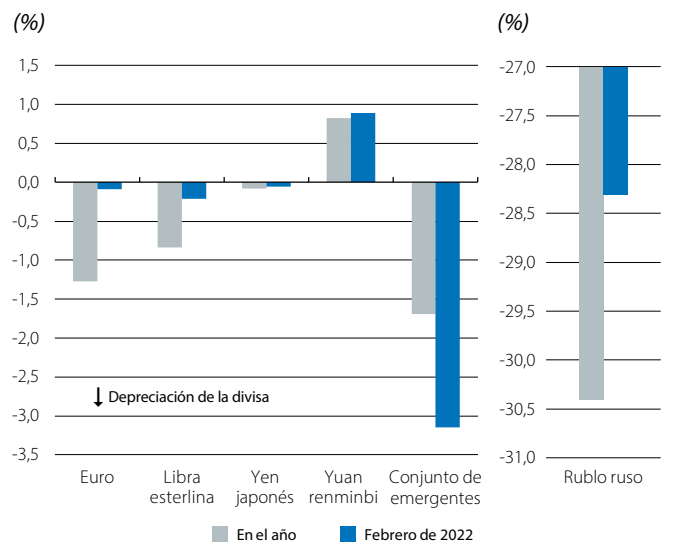
Nuevo episodio de corrección bursátil. Otra de las consecuencias del cambio de escenario fue el desplome de las bolsas a nivel mundial. La volatilidad con la que se comportaron los principales índices bursátiles durante las primeras semanas de febrero se intensificó en la recta final del mes con la incursión de Rusia en Ucrania. Así, los índices de referencia, tanto en EE. UU. como en la eurozona, acumularon pérdidas superiores al 8% desde comienzos de año hasta finales de febrero, y la debilidad se trasladó a la mayoría de los sectores, salvo al energético y al tecnológico. Asimismo, en el bloque emergente también se produjeron descensos en los principales índices, con mayor incidencia en aquellos de las economías de Europa del Este, aunque fue la bolsa rusa la que experimentó los mayores descensos en el mes de febrero (-30%) ante el auge de las ventas de valores que provocaron los paquetes de sanciones a la economía rusa.

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



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

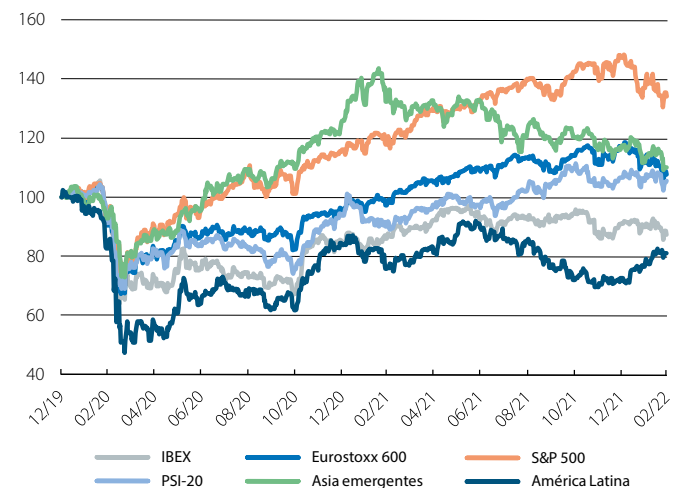
Divisas frente al dólar



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

Bolsas internacionales

Índice (100 = diciembre 2019)



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

Tipos de interés (%)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,53	-0,55	2	3,9	0,0
Euríbor 12 meses	-0,35	-0,45	10	15,2	12,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,66	-0,67	0	-2,3	-5,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,53	-0,53	0	8,9	15,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,14	0,01	12	31,2	46,9
Deuda pública a 10 años (España)	1,12	0,75	37	55,0	79,1
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,00	0,67	33	53,3	77,5
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,50	0,31	20	29,5	32,0
Líbor 12 meses	1,29	0,96	33	70,5	100,4
Deuda pública a 1 año	0,98	0,77	20	59,9	90,9
Deuda pública a 2 años	1,43	1,18	25	70,0	131,3
Deuda pública a 10 años	1,83	1,78	5	31,5	40,8

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	59	12	23,3	22,6
Itraxx Financiero Sénior	81	67	14	26,6	22,5
Itraxx Financiero Subordinado	152	126	25	43,8	42,4

Tipos de cambio

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,122	1,124	-0,1	-1,3	-6,9
EUR/JPY (yenes por euro)	129,010	129,330	-0,2	-1,4	0,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,836	0,835	0,1	-0,6	-3,4
USD/JPY (yenes por dólar)	115,000	115,110	-0,1	-0,1	7,7

Materias primas

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	609,5	582,9	4,6	5,4	25,5
Brent (\$/barril)	101,0	91,2	10,7	29,8	58,6
Oro (\$/onza)	1.909,0	1.797,2	6,2	4,4	10,7

Renta variable

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.373,9	4.515,6	-3,1	-8,2	12,1
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.924,2	4.174,6	-6,0	-8,7	5,9
Ibex 35 (España)	8.479,2	8.612,8	-1,6	-2,7	1,2
PSI 20 (Portugal)	5.563,1	5.564,4	0,0	-0,1	16,0
Nikkei 225 (Japón)	26.526,8	27.002,0	-1,8	-7,9	-10,6
MSCI emergentes	1.171,3	1.208,2	-3,1	-4,9	-14,0

El conflicto Rusia-Ucrania, el nuevo «cisne negro» de 2022

La invasión de Ucrania por el ejército ruso tendrá importantes efectos sobre los escenarios económico y financiero. La economía mundial empezaba a confiar en que la «gripalización» de la COVID pudiera ser una realidad en los próximos meses. Esto se reflejaba en la sustancial mejora registrada por los principales indicadores de confianza empresarial y de los hogares en enero y febrero, que apuntaban a una parte central del año con ritmos de crecimiento bastante robustos y en el que las distorsiones de las cadenas globales empezarían, lentamente, a corregirse. Los agentes estaban más preocupados por la evolución de la inflación y cómo esta podía afectar a la hoja de ruta de los principales bancos centrales.

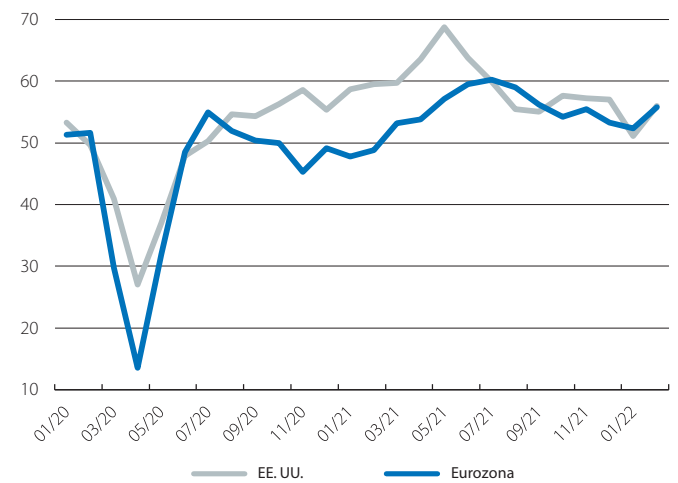
Sin embargo, la decisión de Putin el 22 de febrero de reconocer la independencia de las regiones separatistas del este de Ucrania (Donetsk y Luhansk) ha supuesto un punto de inflexión en el escenario que manejábamos. Los acontecimientos se precipitaron en la última semana de febrero y finalmente se ha materializado el peor de los escenarios posibles: un conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Los grandes interrogantes que se abren ahora serían, por un lado, la duración del conflicto y sus efectos sobre la confianza y los precios de la energía, y, por otro, el impacto de las sanciones a Rusia.

Uno de los principales canales de impacto será a través del encarecimiento de las materias primas. La capacidad de Rusia para afectar a la economía mundial no reside en su tamaño (apenas supera a Italia y, además, es una economía bastante cerrada), si no en su papel como principal productor de algunas materias primas claves. Además, este nuevo *shock* se produce cuando todavía no se había normalizado el funcionamiento de las cadenas de oferta global tras la irrupción de la COVID, lo que agravará los problemas de oferta que está sufriendo una parte importante del tejido industrial. El impacto va a ser asimétrico y especialmente importante para Europa, dado que Rusia es el quinto mayor socio comercial de la región: Alemania, uno de los países más expuestos al canal comercial, pues destina el 2,0% de sus exportaciones a Rusia, en torno al 0,6% de su valor añadido bruto (VAB).

Europa, de las regiones más penalizadas ante su elevada dependencia energética rusa. La región tiene una alta dependencia de combustibles fósiles en general y de los procedentes de Rusia en particular. Según el BCE, casi el 80% de la energía que se consume en la eurozona corresponde a gas y a petróleo. Además, de Rusia procede casi el 46% del gas que importa la región, con unos inventarios que se encuentran en niveles casi un 30% inferiores a la media de febrero de los últimos 10 años. Esto deja al continente en una situación bastante vulnerable en caso de que Rusia decidiera recortar el suministro. Según estimaciones del BCE, una reducción del 10% en la oferta de gas provocaría una disminución de 0,7 p. p. en el VAB de la eurozona. Por países, Alemania sería el más afectado, dado que casi el 65% de

Índice de sentimiento empresarial (PMI)

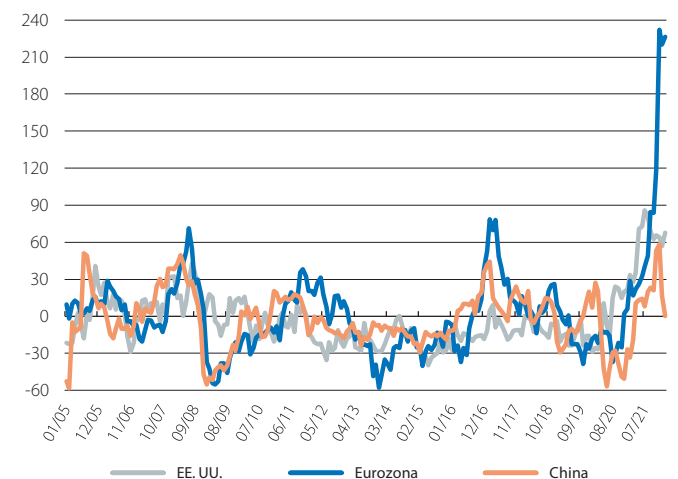
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit, vía Refinitiv.

Índice de sorpresas sobre la inflación

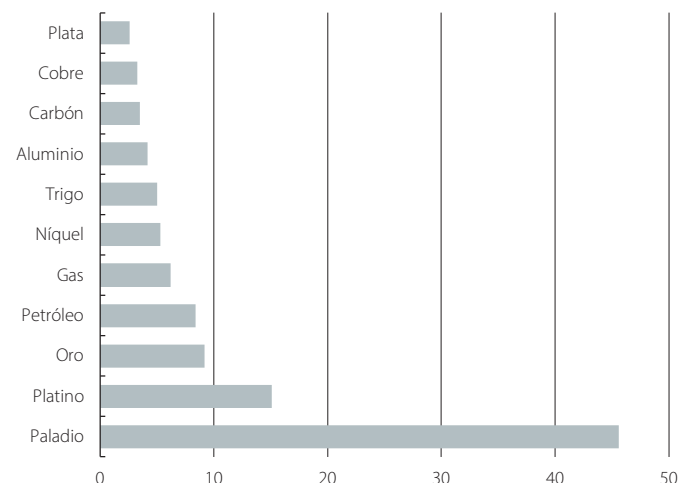
(Desviación respecto a lo esperado)



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

Rusia: producción de materias primas

(% de la producción mundial)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de varias fuentes.

sus importaciones de gas proceden de Rusia. Teniendo en cuenta que ya antes del estallido del conflicto bélico se descontaba un 1T 2022 muy débil e, incluso, una nueva caída de la actividad, el escenario resulta especialmente complejo para Alemania. En consecuencia, los riesgos para la eurozona se centran a la baja en crecimiento y al alza para la inflación. Aunque todavía es demasiado pronto para cuantificar la magnitud de estas revisiones, en un primer análisis de sensibilidad estimaríamos un efecto superior a 1 p. p. en el caso del crecimiento de la eurozona en 2022.

Rusia se enfrenta a duras sanciones por el ataque a Ucrania, aunque la política de sanciones no es nueva para Rusia, pues todavía sigue afrontando algunas de las sanciones aplicadas tras la anexión de Crimea en 2014. El FMI estimó que esas medidas restaron 0,2 p. p. al crecimiento ruso anual durante 2014-2018, a lo que se sumó el impacto negativo del fuerte abaratamiento del crudo en ese periodo (pudo restar otros 0,6 p. p. adicionales al año). En la actualidad, la escalada bélica emprendida por Rusia contra Ucrania ha provocado que las principales potencias occidentales hayan impuesto una nueva ronda de fuertes sanciones que, según algunas estimaciones, podría recortar en un 5,0% el PIB ruso. A grandes rasgos, las sanciones adoptadas, además de afectar directamente al patrimonio y riqueza de Putin y de otros oligarcas rusos, cierran el acceso de Rusia a los mercados internacionales de financiación, limitan la utilización de las reservas acumuladas por el banco central y afectan a la actividad de casi el 70% del sector financiero del país.

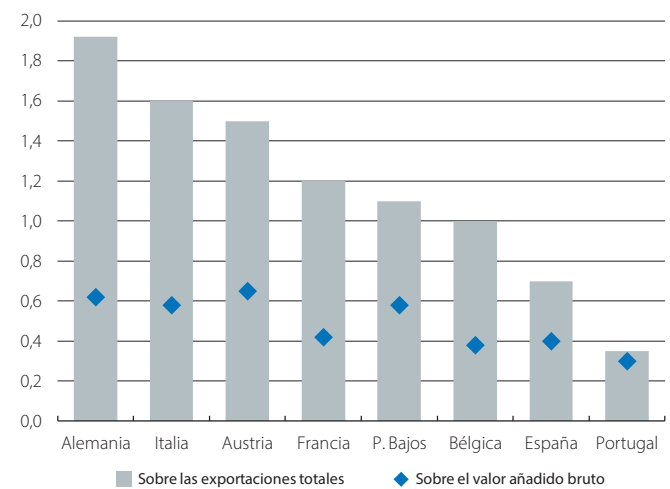
Entre las sanciones a Rusia, cabe destacar la estrategia que se adoptará contra su banco central. Rusia ha acumulado desde la invasión de Crimea en 2014 un volumen de reservas superior a los 600.000 millones de dólares (casi el 40% de su PIB). La UE, EE. UU., Reino Unido y Canadá han decidido «paralizar los activos del banco central» con la finalidad de limitar su capacidad de defensa del rublo, así como evitar la utilización de esos fondos para compensar el impacto de las sanciones aprobadas. La efectividad potencial de esta medida se pone de manifiesto cuando se analiza la composición de las reservas. Casi 160.000 millones de dólares corresponden a oro (guardado dentro del país) y unos 90.000 millones a yuanes. Sin embargo, las reservas denominadas en divisas de los países que se han sumado a las sanciones representan casi el 60% del total.

Buena parte del sistema financiero ruso será desconectado del sistema Swift. Tras un intenso debate, se ha decidido excluir a una serie de bancos rusos del sistema de pagos internacional Swift (conecta a más de 11.000 instituciones financieras del mundo). Es cierto que Rusia está trabajando en su propio sistema de pagos desde 2014 (el SPFS), pero abarca solo a unas 400 entidades, la mayoría rusas, por lo que el volumen de órdenes que transmite es reducido. Por tanto, las entidades que se vean excluidas del Swift no podrán intermediar los flujos de fondos desde el exterior del país, lo que implica un duro golpe al sector exportador ruso.

Por tanto, la amplitud y dureza de las medidas puestas en marcha contra Rusia limitan los intercambios comerciales con el

Peso de las exportaciones a Rusia

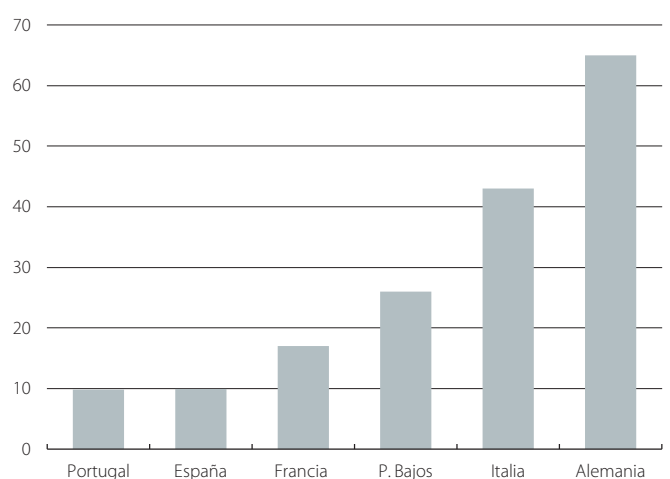
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Capital Economics.

Dependencia del gas ruso

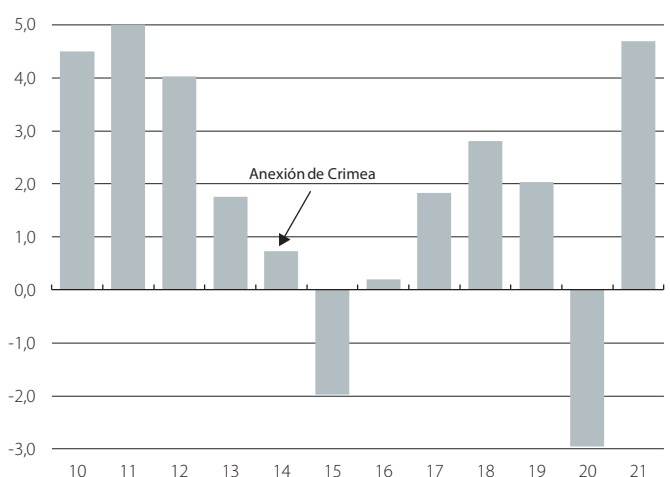
(% de gas ruso sobre importaciones totales de gas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Capital Economics.

Rusia: PIB

Variación interanual (%)



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

resto del mundo, restringen al máximo el funcionamiento del canal financiero, drenan buena parte de la liquidez y pueden terminar provocando una espiral de precios y una fuerte depreciación del rublo que terminará con la imposición de controles de capitales y una recesión. No hay precedentes de sanciones tan importantes en los últimos años con la excepción de Irán y Corea del Norte.

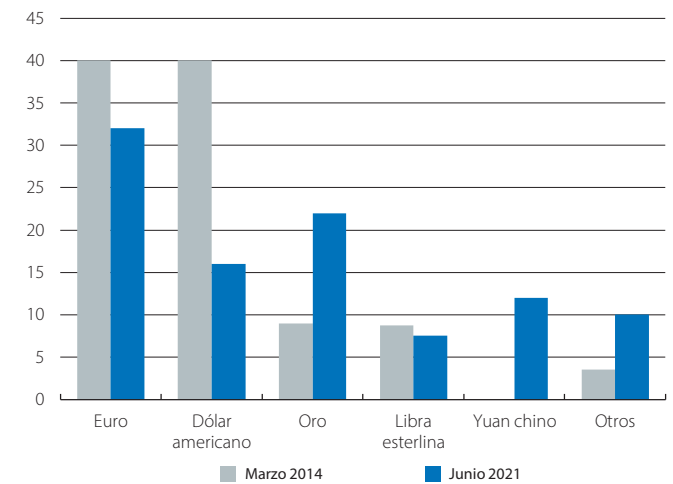
Impacto desigual de este nuevo escenario sobre las economías emergentes. La mayoría de las economías emergentes subieron los tipos de interés con mayor o menor intensidad durante 2021 para tratar de frenar el avance de la inflación. De este modo, ampliaron los grados de libertad de la política económica para responder a posibles sorpresas en el escenario económico. Con todo, hay que ser conscientes de que, en el contexto actual de aumento de incertidumbre y subidas de los precios de las materias primas, el impacto será bastante desigual por economías.

En primer lugar, la localización geográfica de los emergentes resultará determinante. Las economías del este de Europa serán las más afectadas. Un ejemplo de que el contagio ya se está extendiendo a la región es el comunicado del BCE de que la filial europea del banco ruso Sberbank y sus dos filiales en Croacia y Eslovenia están en quiebra o es probable que lo hagan pronto debido al deterioro de su situación de liquidez.

En segundo lugar, la estructura económica de los emergentes también será importante en el grado de impacto. Así, las economías exportadoras de materias primas, con una posición excedentaria en su balanza por cuenta corriente serán las más beneficiadas por la subida que ya han acumulado las cotizaciones de las principales *commodities*. Por el contrario, las economías importadoras de materias primas, que tradicionalmente presentan déficit en sus balanzas por cuenta corriente, serán las más vulnerables y las que más difícil tengan la respuesta de política económica al nuevo escenario. Asimismo, la región en conflicto es conocida como el «granero de Europa»: el trigo de Rusia y Ucrania abastece al norte de África, al África subsahariana, a Oriente Medio y al Sudeste asiático. Estas regiones engloban a economías con unas rentas muy bajas, por lo que la fuerte subida que mostrará este bien de primera necesidad (nos acercamos a un 80% en lo que va de año) puede alimentar tensiones sociales. Por último, en el actual contexto de elevada incertidumbre, podemos asistir a una salida de capitales de las economías emergentes hacia destinos más «seguros», lo que puede desestabilizar a las economías más vulnerables.

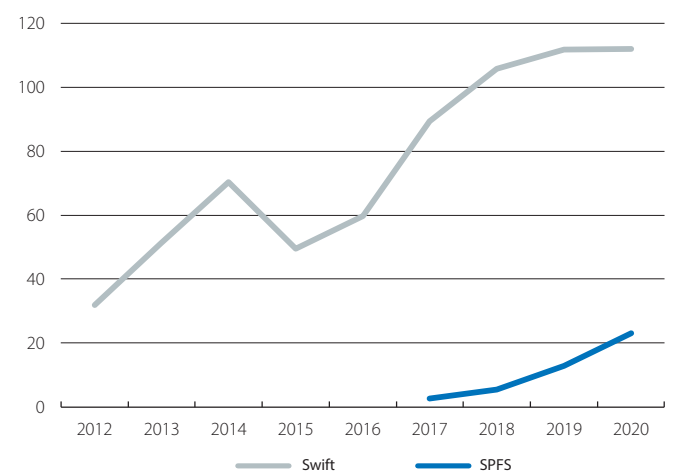
En definitiva, el aumento del riesgo geopolítico va a suponer un nuevo shock sobre la economía internacional cuando empezábamos a ver la luz al final del túnel en la evolución de la pandemia. Es demasiado pronto para estimar los efectos sobre las principales variables económicas y financieras, pero el aumento de la incertidumbre y la volatilidad que veremos en el comportamiento de los precios energéticos obligará a responder a la política económica para intentar minimizar los efectos de la enésima perturbación sobre el ciclo internacional en los últimos años.

Composición de reservas del banco central ruso (% del total)



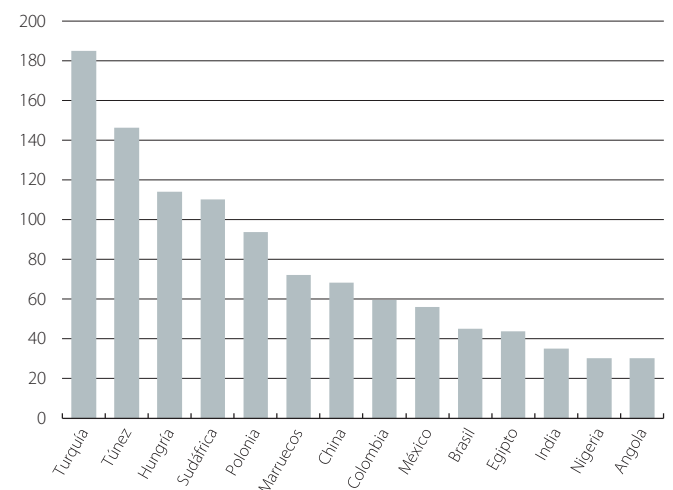
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

Órdenes de pago en el mercado ruso (Millones)



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

Índice de vulnerabilidad externa * (%)



Nota: * Necesidades de divisa a corto plazo respecto al nivel de divisas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Moody's.

La inflación sí entiende de clases

La inflación ha recuperado protagonismo y acapara titulares. La reactivación de la demanda, en un contexto de persistencia de cuellos de botella en la cadena de producción y encarecimiento de la energía, está impulsando al alza los precios desde marzo de 2021. Como resultado, la inflación de la eurozona ha alcanzado máximos históricos superiores al 5,0%, valores de los que no bajará en los próximos meses, especialmente tras el repunte del precio de la energía debido al conflicto en Ucrania. Más allá del dato en sí, a menudo se pasa por alto que el impacto de una subida de los precios no afecta a todos los hogares de la misma forma y que, en buena medida, esto depende de cuáles son las partidas responsables de la subida de los precios.

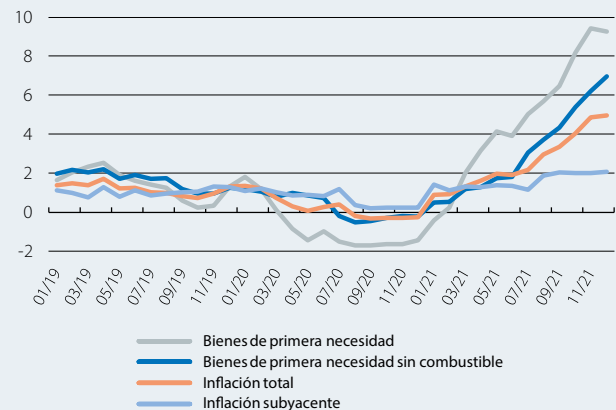
En este episodio de aumento de la inflación, resulta interesante comprobar que la subida de precios ha sido generalizada por partidas: si a comienzos de 2021 apenas el 17% de los componentes de la cesta del IPC superaba una inflación del 2,0%, este porcentaje ya ascendía en diciembre a un 75% de los mismos y, además, cerca del 25% de las partidas superaban el 5,0% de inflación. No solo eso: los compontes que engloban a bienes y servicios considerados de primera necesidad (alimentos, electricidad y calefacción, por ejemplo) pasaron de una inflación de apenas un 0,5% en enero a casi un 7,0% en diciembre, tasa que asciende al 9,2% si se incluye la gasolina (véase el primer gráfico).

Estos productos presentan una demanda muy rígida que dificulta buscar sustitutos (uno puede dejar de ir de vacaciones si «le sale muy caro», pero resulta más difícil limitar la calefacción en los meses de invierno), por lo que la subida de la inflación está teniendo un impacto desigual por tramos de renta. De hecho, según datos de Eurostat, los hogares con menor renta (que se corresponden con los quintiles 1 y 2) concentran el 13% de su gasto en alimentos y en torno al 20% en vivienda,¹ gas, electricidad y calefacción, frente a menos del 10% y del 5% que, respectivamente, representa para los hogares con mayor renta (el quintil más elevado).²

En consecuencia, la fuerte subida de los productos de primera necesidad tiene un mayor impacto en los tramos de renta más baja: según nuestras estimaciones, el diferencial de inflación en bienes de primera necesidad entre las rentas más bajas y las más altas (lo que se conoce como *inflation inequality*) pasó de 0,1 p. p. en enero a los 0,8 p. p. en diciembre, la máxima diferencia en, al menos, una

Eurozona: inflación total y de bienes de primera necesidad *

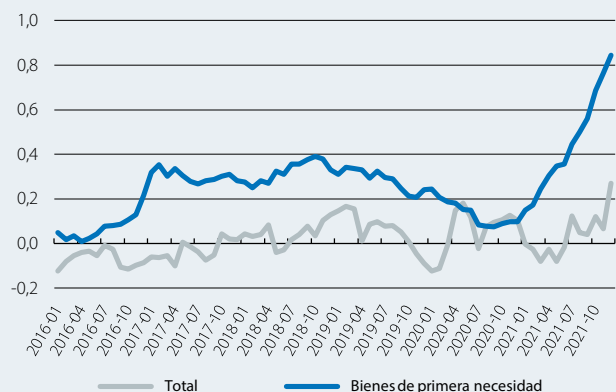
Variación interanual (%)



Nota: * Alimentos, alquiler, agua, electricidad, gas, gasolina y transporte.

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

Eurozona: diferencial de inflación entre las rentas más bajas y las más altas (p. p.)



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

década.³ Es decir, aunque la inflación a diciembre de los bienes de primera necesidad fue cercana al 7,0% (sin gasolina), esta fue distinta según el nivel de renta. Para las rentas más bajas, hemos estimado que dicha inflación fue del 7,3%, mientras que para las rentas más altas fue del 6,5% (véase el segundo gráfico).

Esta diferencia sería más pronunciada en el caso de Alemania, donde las rentas más bajas (quintiles 1 y 2) presentan una proporción de gasto en bienes de primera necesidad notablemente más elevada que la media de la eurozona y que el resto de sus principales socios (véase el tercer gráfico).⁴ De hecho, estimamos que el diferencial de inflación en

1. Entendido como gasto en alquileres o equivalente.

2. Los datos relativos a la distribución del consumo por quintiles de renta publicados por Eurostat se derivan de la Encuesta de presupuestos familiares (EPF) de 2015. Sin embargo, los patrones de consumo desde el estallido de la pandemia se han modificado significativamente y es posible que el gasto actual en bienes de primera necesidad en las rentas más bajas sea, incluso, más elevado que el recogido en la EPF de 2015.

3. El ejercicio está basado en el siguiente documento:

Claeys, G. and L. Guetta-Jeanrenaud (2022). «Who is suffering most from rising inflation?». Bruegel Blog, 1 de febrero.

4. Eurostat no publica los datos desagregados por quintiles en Italia.

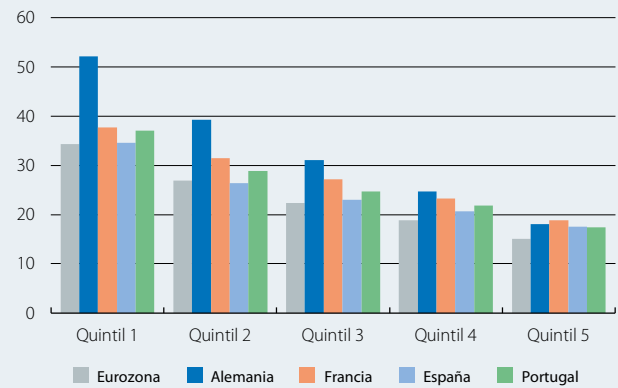
bienes de primera necesidad entre las rentas más bajas y las más altas pasó de 0,4 p. p. en enero a más del 1,0 p. p. en diciembre.

Además, esta subida de los precios se está produciendo cuando, en algunos países, la renta disponible de las familias todavía no se ha recuperado del fuerte impacto negativo sufrido por la crisis de la COVID y en los casos en los que sí, apenas compensa el aumento que está experimentando el coste de la vida (véase el cuarto gráfico).

En definitiva, y a pesar de la limitación en los datos, el ejercicio anterior parece apuntar a que el patrón actual de subida de precios está afectando especialmente a los tramos de renta más baja. Para tratar de paliar este impacto, las distintas economías de la región han puesto en marcha diversas iniciativas amparadas por una serie de recomendaciones de la Comisión Europea,⁵ sobre todo en lo relativo a compensar el aumento de la factura eléctrica, que no ha dejado de batir récords en todo el invierno por la fuerte subida de los precios del gas. Entre las medidas adoptadas se encontrarían, entre otras, transferencias a los hogares más vulnerables, recortes del IVA energético o regulación del precio en el mercado minorista y mayorista. Otro tema que está encima de la mesa es el cambio del sistema de cálculo de los precios de la electricidad para tratar de suavizar el impacto del método de cálculo marginalista. Pero, en realidad, son medidas paliativas que pueden compensar, momentáneamente, el aumento de los precios de los bienes de primera necesidad sobre las capas de población de menor renta.

Rita Sánchez Soliva

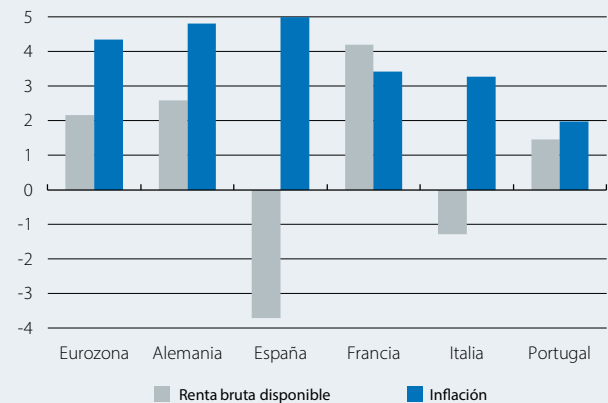
Consumo de bienes de primera necesidad, por quintiles de renta (% del consumo total)



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

Renta bruta disponible e inflación *

(% de variación respecto al 4T 2019)



Nota: * Renta bruta en el 3T 2021 e inflación del 4T 2021.

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

5. Véase Comisión Europea (octubre de 2021). «[Tackling rising energy prices: a toolbox for action and support](#)».

El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?

La deuda total de la economía china ascendía al 274% del PIB a finales de 2021.¹ Conscientes de los riesgos de una acumulación excesiva de deuda y de la necesidad de reequilibrar su modelo de crecimiento económico, en los últimos años las autoridades chinas se han esforzado en contener el endeudamiento corporativo (que tocó techo en 2016, en el 123% del PIB, véase el primer gráfico). En este sentido, a mediados de 2020, el Ejecutivo anunció una serie de estrictas reglas al acceso a crédito en el sector inmobiliario, un sector cuyo modelo de crecimiento se había basado históricamente en un fuerte grado de apalancamiento.

En concreto, para tener acceso a crédito bancario, los promotores inmobiliarios han de cumplir con las denominadas «tres líneas rojas».² Sin embargo, estas medidas no solo lograron limitar el endeudamiento en el sector, sino que también expusieron su vulnerabilidad. En este contexto, algunos de los mayores promotores se están enfrentando a severos problemas de liquidez. El mayor riesgo de esta estrategia de desapalancamiento del sector inmobiliario es el contagio entre promotores y el contagio a los sectores más expuestos al inmobiliario.

Riesgo de contagio en el sector inmobiliario

Una serie de «implosiones controladas» de algunos de los promotores en situación financiera más débil podría llevar a un contagio entre promotores solventes e insolventes. Es decir, existe el riesgo de que las condiciones de oferta de crédito y de demanda en el mercado inmobiliario se deterioren de tal manera –por la pérdida de confianza de consumidores y acreedores–, que incluso promotores más solventes (por ejemplo, los que cumplirían en condiciones normales con las líneas rojas) pierdan acceso al mercado de crédito mientras se enfrentan a una fuerte caída de la demanda de viviendas.

En este sentido, hay alguna evidencia de que algunos promotores con mejores ratios de deuda y de liquidez, que hasta hace unos meses tenían *ratings* de crédito más elevados, se están enfrentando a problemas de liquidez, reforzados por la caída en las ventas de viviendas.

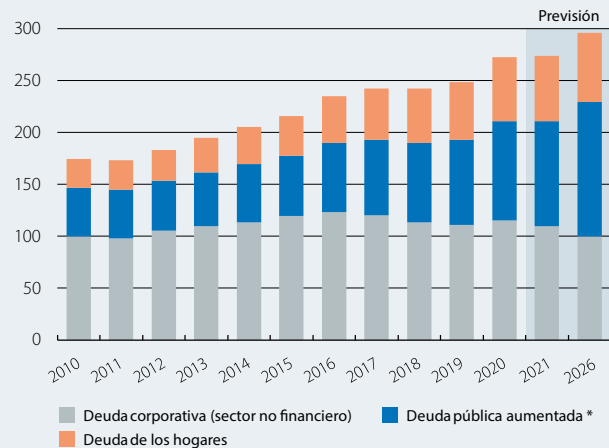
Analizando la situación financiera de algunas de las mayores empresas del sector (véase la tabla), con pasivos totales de unos 2 billones de dólares, vemos que la gran mayoría exhiben una ratio de apalancamiento sustancialmente superior al promedio del sector, llegando incluso a registrar en algún caso valores casi cinco veces superiores a la media. Además, entre los cinco mayores promotores (cu-

1. Según estimaciones del FMI.

2. La primera línea roja incluye un límite del 70% en la ratio de pasivos con respecto a activos, sin los ingresos por cobros anticipados de ventas de vivienda. La segunda y tercera líneas rojas corresponden a 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).

China: deuda total por sectores

(% del PIB)



Nota: * El saldo o deuda pública aumentada amplía el perímetro de la medida tradicional de saldo o deuda pública para incluir fondos administrados por el Gobierno y la actividad de vehículos de financiación de gobiernos locales (LGFV, por sus siglas en inglés).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

yos pasivos ascienden a 1 billón de dólares), hay tres que no cumplirían con la primera línea roja en los próximos dos años, y los cinco presentan por lo menos dos ratios (de apalancamiento, liquidez o rentabilidad) que se encuentran entre las peores del sector. Si añadiéramos a estas las empresas cuyo *rating* de crédito se sitúa ya por debajo del BB+ (el límite para considerar una empresa como de grado de inversión), llegaríamos a un total de empresas con pasivos superiores a 1,5 billones de dólares en riesgo de sufrir problemas de liquidez a corto plazo o incluso en situación de *default* inminente (el caso de Evergrande). Esto correspondería a un 80% del mercado por total de activos que podría enfrentarse a problemas de liquidez a corto plazo.³ Por otro lado, se estima que los mayores promotores necesitarán unos 200.000 millones de dólares adicionales de liquidez para cumplir con las tres líneas rojas marcadas por el Ejecutivo. Centrándonos en los cinco mayores promotores, estas necesidades de financiación adicionales representarían un 20% de sus activos.⁴

Riesgo de contagio a otros sectores

Por otro lado, una secuencia de *defaults* descontrolados en el sector podría llevar a una larga cantidad de viviendas

3. Estos números se refieren a activos y pasivos registrados en el balance de los promotores. Sin embargo, desde que las autoridades chinas comenzaron a tomar medidas para reducir la deuda corporativa, muchos promotores se han vuelto más dependientes de ingresos por cobros anticipados de ventas de viviendas no terminadas y han recurrido a vehículos fuera de balance para obtener liquidez, evitando el escrutinio regulatorio.

4. Estimación de Goldman Sachs, asumiendo que, aunque perderán acceso al mercado de emisión de deuda *offshore*, los promotores podrán refinanciar los préstamos bancarios y se mantendrán las restricciones sobre la utilización de ingresos con las ventas por adelantado (aproximadamente un 20% no disponible para cubrir deuda). Esta estimación no incluye deuda o actividades de financiación fuera de balance.

Sector inmobiliario chino: situación financiera, calificación crediticia y estructura de la deuda de las mayores promotoras

Promotoras	Ratio de apalancamiento	Ratio de liquidez	Ratio de rentabilidad	Pasivos totales (15 2023 [e])	Activos totales (15 2023 [e])	Primera línea roja (15 2023 [e])	Rating crediticio **	Deuda pendiente en bonos (% offshore)
Country Garden Holdings Co	2,27	0,55	0,18	255	312	75,5%	BBB-	17,9 (90%)
China Evergrande Group	5,05	0,45	0,23	248	313	78,4%	CC	32 (69%)
China Vanke Co *	1,42	0,45	0,20	223	300	66,0%	BBB+	10,5 (82%)
Poly Developments and Holdings Group *	2,28	0,58	0,19	164	226	58,1%	BBB	9,3 (17%)
Sunac China Holdings	3,56	0,49	0,23	140	180	71,6%	BB	13,5 (67%)
China Resources CR Land *	0,81	0,45	0,38	110	158	58,9%	BBB+	8,3 (53%)
Longfor Group Holdings	1,37	0,46	0,29	94	134	64,3%	BBB	10,8 (31%)
China Overseas Land and Investment COLI *	0,73	0,69	0,38	76	139	50,3%	BBB+	14,4 (63%)
Seazen Group	3,51	0,48	0,23	70	90	70,9%	BB+	6,6 (61%)
Shimao Group Holdings	1,53	0,53	0,25	68	99	63,3%	BB-	11,8 (62%)
Greentown China holdings *	1,87	0,61	0,17	60	74	68,6%	BB-	7,7 (18%)
Gemdale Corp *	1,99	0,74	0,27	56	77	67,6%	BB	9,1 (11%)
China Jinmao Holdings Group *	2,12	0,68	0,31	52	71	66,7%	BBB-	7,4 (65%)
Guangzhou R&F Properties Co	2,41	0,55	0,30	52	69	74,9%	CC	9,4 (62%)
CIFI Holdings Group Co	2,44	0,93	0,22	52	70	67,3%	BB	8,4 (71%)
Agile Group Holdings	1,51	0,71	0,29	35	52	67,3%	BB-	6,9 (88%)
Logan Group Co	1,88	0,71	0,36	33	48	66,3%	BB	7,9 (54%)
KWG Ground Holdings	2,19	0,66	0,41	28	39	67,6%	B+	8,6 (76%)
Powerlong Real Estate Holdings	1,56	0,65	0,38	25	36	65,4%	BB-	5,2 (65%)
China Overseas Grand Oceans COGO Group *	2,07	0,56	0,21	23	30	65,8%	BBB	0,6 (100%)
Yuzhou Group Holdings	2,27	0,76	0,24	20	27	71,5%	B	8,3 (84%)
Promedio del sector inmobiliario ***	1,15	0,55	0,20					

Notas: * Empresa de propiedad estatal. ** Rating promedio S&P/Moody's/Fitch a finales de 2021. *** Promedio de la muestra de empresas del sector inmobiliario disponible en Refinitiv. [e] estimación de Goldman Sachs. Ratio de apalancamiento: deuda/capital, ratio de liquidez: activos líquidos/deuda, ratio de rentabilidad: margen operativo. Pasivos totales, activos totales y deuda pendiente en bonos en miles de millones de USD.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Goldman Sachs y Financial Times.

(generalmente con un elevado porcentaje pagado por adelantado) no terminadas, a una cascada de impagos en sectores estrechamente vinculados al inmobiliario (sectores más expuestos) y a caídas abruptas de precios de la vivienda. Este escenario podría generar tremores en los sectores más expuestos «aguas arriba», tanto en el sector manufacturero, entre productores de metales básicos o de maquinaria y equipamiento, como en el sector de servicios, en actividades comerciales y financieras.⁵

Con relación al sector financiero, y a pesar del elevado grado de incertidumbre con respecto al grado de exposición de cada institución bancaria a promotores en riesgo de incumplimiento, los préstamos al sector inmobiliario representan el 7% de los préstamos bancarios totales, mientras que las hipotecas representan un 21% del total del crédito bancario. Aunque considerando que una parte de otros préstamos bancarios están garantizados por bienes inmobiliarios, la exposición directa del sector bancario al inmobiliario no es excesiva. En cualquier caso, un escenario de una sucesión de *defaults* descontrolados, con implicaciones potencialmente sistémicas para el sector financiero, parece algo improbable, dada la capacidad de las autoridades chinas para intervenir en la economía y la

voluntad ya demostrada de aislar lo más posible los pequeños inversores en procesos de *default* y minimizar el impacto económico de una ralentización en el sector.

El mayor riesgo a corto plazo: la (falta de) confianza

Incluso cuando los riesgos de liquidez a corto plazo se disipen, la recuperación del sector inmobiliario será lenta, teniendo en cuenta el grado de apalancamiento actual de las promotoras y las tendencias demográficas de fondo. Antes de que termine la turbulencia, el futuro más inmediato (e incluso la supervivencia) de muchas empresas del sector y en sectores más expuestos depende de que se restablezca la confianza de los inversores. Con la finalidad de evitar una «profecía autocumplida», es decir, que la debilidad actual del mercado inmobiliario lleve a un desplome de los precios, que reforzaría a su vez la pérdida de confianza y el contagio al sector bancario, será clave el despliegue de medidas de política monetaria y fiscal dirigidas a tramos específicos del sector y que faciliten la restructuración de empresas, garanticen el acceso a crédito por parte de los pequeños inversores y frenen los riesgos con las ventas anticipadas de vivienda. Aunque a más baja altitud, garantizada la confianza de los pasajeros, el avión podría todavía seguir volando.

Luís Pinheiro de Matos

5. Para más detalles, véase el Focus «El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80» en el IM01/2022.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Actividad									
PIB real	-3,4	5,7	0,5	12,2	4,9	5,6	—	—	—
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	16,8	11,9	26,2	13,7	16,1	17,1	16,4	11,4
Confianza del consumidor (valor)	101,0	112,7	99,1	122,1	116,7	112,9	111,9	115,2	111,1
Producción industrial	-7,2	5,5	-1,6	14,7	5,5	4,6	5,1	3,8	4,1
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,3	61,0	60,0	60,1	60,6	58,8	57,6
Viviendas iniciadas (miles)	1.396	1.601	1.599	1.588	1.562	1.654	1.703	1.708	1.638
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	228	267	249	262	274	283	283	287	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	5,4	6,2	5,9	5,1	4,2	4,2	3,9	4,0
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	56,8	58,4	57,6	58,0	58,6	59,2	59,3	59,5	59,7
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	...
Precios									
Inflación general	1,2	4,7	1,9	4,8	5,3	6,7	6,8	7,0	7,5
Inflación subyacente	1,7	3,6	1,4	3,7	4,1	5,0	4,9	5,5	6,0

JAPÓN

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Actividad									
PIB real	-4,5	1,7	-1,8	7,3	1,2	0,7	—	—	—
Confianza del consumidor (valor)	31,1	36,3	33,3	35,4	37,3	39,2	39,2	39,1	36,7
Producción industrial	-10,6	5,8	-1,5	19,9	5,9	1,2	3,5	2,7	-1,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	5,0	14,0	18,0	18,0	—	—	—
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,8	2,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,2	0,7	0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,7
Precios									
Inflación general	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,5	0,6	0,8	0,5
Inflación subyacente	0,2	-0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2

CHINA

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Actividad									
PIB real	2,2	8,1	18,3	7,9	4,9	4,0	—	—	—
Ventas al por menor	-2,9	12,4	34,0	14,1	5,1	3,5	3,9	1,7	...
Producción industrial	3,4	9,3	24,6	9,0	4,9	3,9	3,8	4,3	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	51,3	51,0	50,0	49,9	50,1	50,3	50,1
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	524	680	621	605	636	680	661	680	...
Exportaciones	3,6	30,0	48,9	30,7	24,4	23,1	22,0	20,8	...
Importaciones	-0,6	30,1	29,4	44,0	25,6	23,7	31,4	19,5	...
Precios									
Inflación general	2,5	0,9	0,0	1,1	0,8	1,8	2,3	1,5	0,9
Tipo de interés de referencia ³	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	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 & 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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Ventas al por menor (variación interanual)	-0,9	5,4	2,6	12,7	2,5	4,0	8,2	2,0	...
Producción industrial (variación interanual)	-7,9	8,8	4,8	24,2	6,0	0,1	-1,4	1,6	...
Confianza del consumidor	-14,3	-7,6	-13,8	-5,5	-4,6	-6,7	-6,8	-8,4	-8,5
Sentimiento económico	88,0	110,1	94,6	113,2	116,8	115,7	116,2	113,8	112,7
PMI manufacturas	48,6	60,2	58,4	63,1	60,9	58,2	58,4	58,0	59,0
PMI servicios	42,5	53,6	46,9	54,7	58,4	54,5	55,9	53,1	51,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	-1,5	...	-1,7	2,0	2,0	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,0	...	8,2	8,0	7,5	7,1	7,1	7,0	...
Alemania (% pobl. activa)	3,9	...	3,9	3,6	3,4	3,2	3,2	3,2	...
Francia (% pobl. activa)	8,0	...	8,0	8,2	7,9	7,5	7,5	7,4	...
Italia (% pobl. activa)	9,3	...	10,1	9,8	9,1	9,1	9,1	9,0	...
PIB real (variación interanual)	-6,5	5,4	-1,1	14,4	3,9	4,6	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-4,9	3,1	-2,8	10,4	2,9	1,8	-	-	-
Francia (variación interanual)	-8,0	7,4	1,7	19,0	3,5	5,4	-	-	-
Italia (variación interanual)	-9,0	6,8	-0,3	17,3	4,0	6,4	-	-	-

Precios

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
General	0,3	2,6	1,1	1,8	2,8	4,6	4,9	5,0	5,1
Subyacente	0,7	1,5	1,2	0,9	1,4	2,4	2,6	2,6	2,3

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Saldo corriente	2,1	2,8	2,8	3,1	3,1	3,1	5,7	5,6	...
Alemania	7,0	7,0	7,2	7,7	7,6	7,5	7,0	7,0	...
Francia	-1,9	-0,9	-1,8	-1,6	-1,2	-0,9	-0,6	-0,7	...
Italia	3,8	4,4	3,8	4,3	4,2	4,1	1,7	1,6	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	93,8	94,2	95,3	94,9	93,9	92,6	92,5	92,3	91,7

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	6,3	3,5	6,4	2,3	1,8	3,3	2,9	4,3	4,4
Crédito a hogares ^{2,3}	3,2	3,8	3,1	3,9	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,9	12,6	16,1	12,4	11,4	10,5	10,3	10,2	9,3
Otros depósitos a corto plazo	0,6	-0,8	1,0	-0,6	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-0,1
Instrumentos negociables	8,2	11,6	13,8	12,2	10,2	10,0	12,3	6,6	0,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	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.

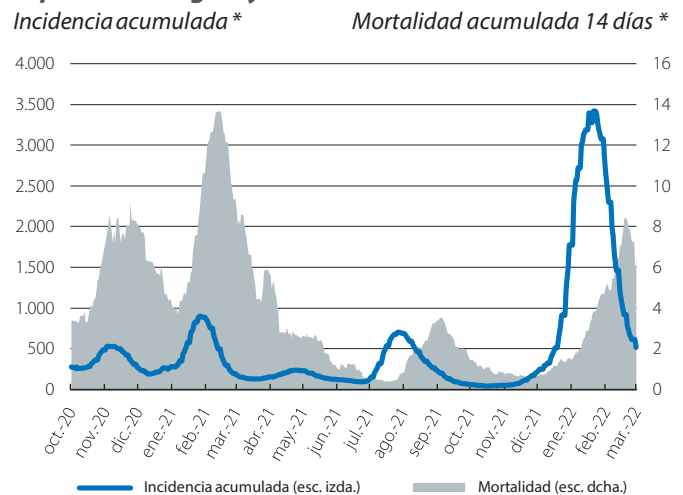
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

Las perspectivas de crecimiento de la economía española se deterioran

Buenas cifras de actividad hasta el estallido de la guerra en Ucrania. En la antesala del estallido de la guerra, la previsión de crecimiento para 2022 era de un 5,5%. El elevado crecimiento registrado en el 4T 2021, que superó nuestras expectativas, y la buena evolución de los indicadores referentes al 1T de este año sugerían que el crecimiento incluso podía ser superior. De todas formas, el adelanto de las subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales y el rápido aumento de la inflación invitaban a la prudencia. Al estallar la guerra, los riesgos a la baja han aumentado sobremanera, lo que nos obligará a recortar las previsiones para este año. De momento la incertidumbre es muy elevada, por lo que todavía es prematuro poner una cifra al impacto que la coyuntura actual tendrá sobre el escenario económico. Pero sí que es posible identificar los distintos canales a través de los que el conflicto en Ucrania impactará en la economía española. El más importante: el fuerte aumento del petróleo, el gas y la electricidad. Esto perjudicará a los sectores más intensivos en el uso de energía, como el transporte, la metalurgia, la pesca, la industria extractiva o la fabricación de papel. La escasez de algunas materias primas y de metales industriales también afectará a la industria manufacturera y al sector agroalimentario. La economía española también se verá afectada por un menor crecimiento del consumo privado debido al aumento de la incertidumbre y a la caída del poder adquisitivo que conllevará una mayor inflación, un menor empuje de las exportaciones debido al menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y un mayor tensionamiento de las cadenas de suministros globales.

La inflación general en España aumentó hasta el 7,4% en febrero (6,1% en enero) y la inflación subyacente alcanzó el 3,0% (2,4% en enero). Se trata de su nivel más alto desde hace más de tres décadas. El precio de la energía, principal responsable de la escalada de la inflación durante 2021, seguirá impulsando la inflación a lo largo de 2022. Ya desde septiembre los elevados precios de la energía empezaron a empujar al alza la inflación en otros componentes (sobre todo en alimentos). En este sentido, el dato de inflación de enero por componentes de la cesta del IPC (dato más reciente a este nivel de desagregación) muestra que la inflación supera el 2% en un 63% de la cesta (frente al 30% en septiembre) y que se sitúa por encima del 5% en un 26% de la cesta (frente al 12% en septiembre). De cara a febrero, esperamos que la porción de la cesta por encima del 2% y del 5% sea aún mayor. Ante esta situación, el tensionamiento de los mercados energéticos y de materias primas provocado por la invasión rusa de Ucrania tendrá un impacto considerable sobre la inflación. Por un lado, habrá un impacto directo por el aumento del precio del gas (y como consecuencia de la electricidad, que constituye un 4,1% de la cesta del IPC),

España: contagios y fallecidos

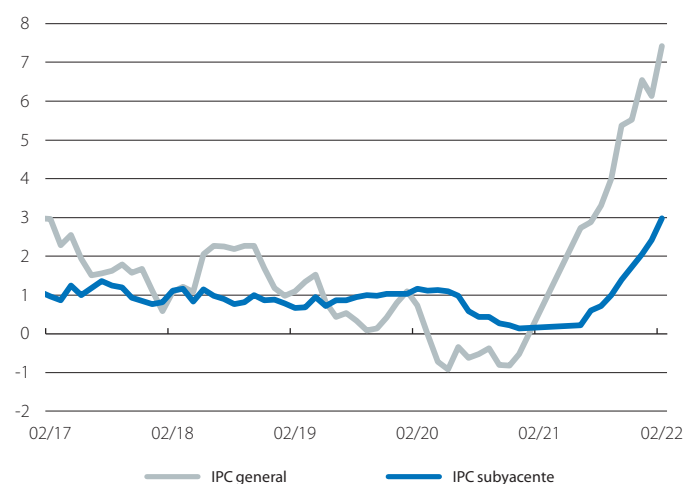


Nota: * Contagios y muertes acumuladas en 14 días por 100.000 habitantes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad.

España: evolución del IPC

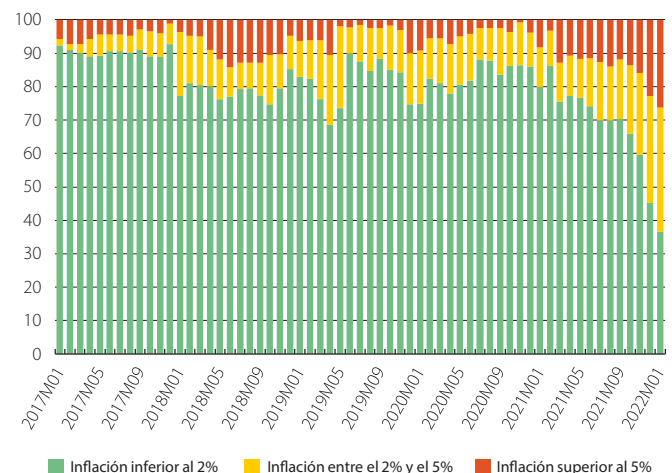
Variación interanual (%)



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

España: el semáforo de la inflación

(% de la cesta del IPC)



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

del petróleo (los carburantes y combustibles constituyen un 7,8% de la cesta del IPC), de las materias primas y de los alimentos. Por otro lado, la prolongación de los elevados precios energéticos podría intensificar la tendencia de contagio de la cesta de consumo que estábamos viendo estos últimos meses.

El turismo aguanta a pesar de la variante ómicron. Los indicadores de alta frecuencia de actividad turística nos indican que, a pesar de que la brecha respecto a los niveles de 2019 se amplió en enero, debido a la ola de COVID, el impacto ha sido menos intenso y persistente de lo esperado. Según los datos de vuelos operados en aeropuertos españoles, en enero se produjo un descenso, retrocediendo hasta el nivel de junio de 2021, pero en las primeras dos semanas de febrero se percibe ya una clara recuperación. En cuanto a perspectivas para este año, hay que tener en cuenta que la exposición directa del turismo a los visitantes rusos es reducida. En 2019, solamente el 2% de los turistas extranjeros procedían de Rusia (menos del 1% en 2021). Si bien el entorno de mayor incertidumbre puede pesar sobre la movilidad internacional, la percepción de España como un destino seguro frente a otros competidores del Mediterráneo podría mitigar el impacto final.

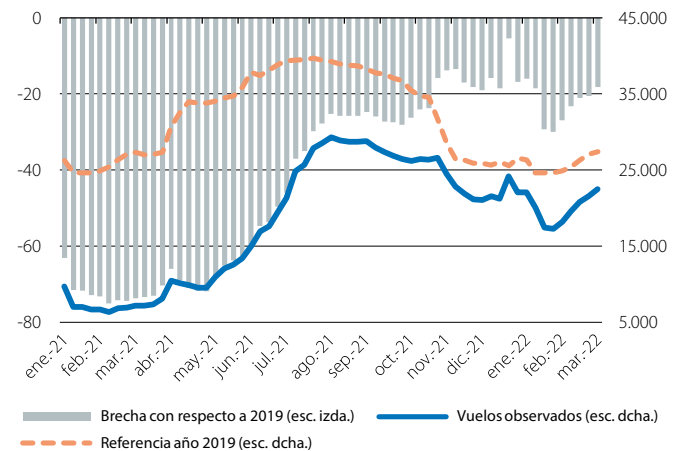
2021, un año de vigorosa recuperación para el sector inmobiliario. El buen desempeño del sector se puede explicar en gran parte por la fortaleza de la demanda. En diciembre, se realizaron 48.119 compraventas de viviendas, un 32,9% más que el mismo mes de 2020. En el conjunto del 2021, se produjeron 565.523 transacciones, un 34,6% más que en 2020 y un 11,9% más que en 2019. En menor medida, la oferta también se ha sumado a la recuperación: hasta noviembre de 2021, se visaron unas 106.000 viviendas (dato acumulado de 12 meses), una cifra muy similar a la de 2019. Respecto a los precios, la tasación de la vivienda libre avanzó un significativo 2,0% intertrimestral en el 4T 2021 (4,4% interanual). Para el conjunto del año 2021, el precio avanzó un 2,1%, tras el retroceso del 1,1% en 2020. El impacto del conflicto Rusia-Ucrania sobre el sector inmobiliario debería ser contenido. El sector tiene poca exposición a los compradores rusos (representan un 2,1% del total de compraventas de viviendas por parte de extranjeros), pero los altos precios de la energía y la escasez de materiales presionarán al alza los costes de construcción.

Deterioro de la balanza comercial en 2021 a causa de los elevados precios de la energía. El déficit comercial alcanzó los 26.178 millones de euros en 2021 (duplicando la del año anterior, aunque inferior a la de 2019), cifra equivalente al 2,2% del PIB. El déficit de la balanza energética se situó en 25.326 millones, el peor registro desde 2015. El tensionamiento de los precios de la energía tras el estallido del conflicto en Ucrania deteriorará aún más el saldo energético. Más allá de este canal, los lazos comerciales de España con Rusia y Ucrania son limitados (1,8% y 0,5% de las importaciones de bienes españolas y 0,7% y 0,2% de las exportaciones), aunque es cierto que tenemos una alta dependencia en algunos suministros (el 11% de las importaciones energéticas vienen de Rusia y el 16% de los cereales y el 62% del girasol de Ucrania).

Movilidad aérea: vuelos operados en aeropuertos españoles

Variación con respecto a 2019

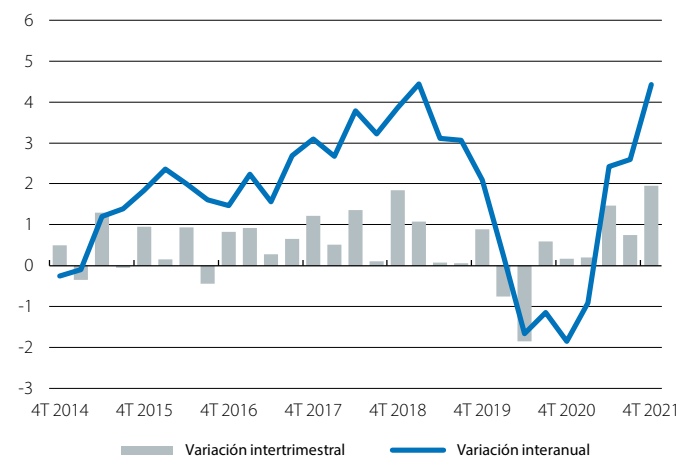
Vuelos semanales



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

España: precio de la vivienda

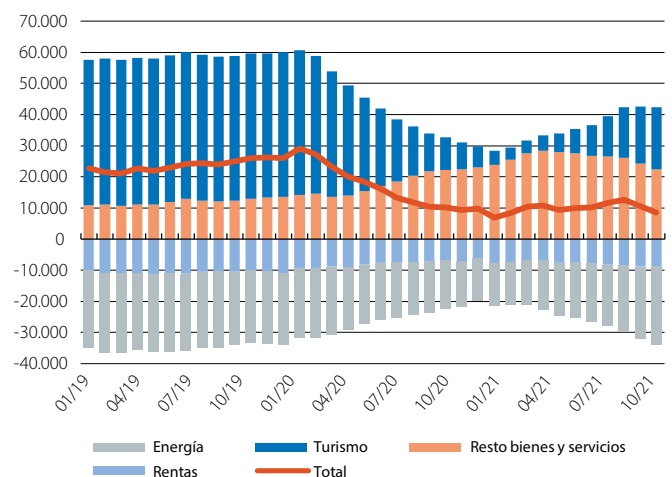
Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

España: saldo de la balanza por cuenta corriente

(Millones de euros)



Nota: Datos acumulados de 12 meses.

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

Los ingresos tributarios en España en 2021: una recuperación muy vigorosa

El comportamiento de los ingresos tributarios en 2021, según el avance del cierre tributario publicado por el Ministerio de Hacienda, ha sorprendido por su intenso dinamismo, que ha superado las expectativas contenidas en los Presupuestos Generales del Estado de 2021 (PGE 2021), pese a que el crecimiento del PIB en el año resultó inferior a lo que preveía el Gobierno.

El dinamismo de la recaudación ha sido bastante generalizado

En particular, la recaudación creció un 15,1% interanual en 2021 y un 5% respecto a 2019. Sirva de referencia que el promedio de las variaciones interanuales en 2000-2019 fue del 4,8%. Hablamos de 1.275 millones de euros más que lo proyectado en los PGE 2021. Estos datos apuntan a que el déficit público de 2021 –que conoceremos a finales de marzo– podría ser inferior al 8,4% del PIB que preveía el Gobierno.

¿Qué nos indican los datos desglosados por impuestos? La gran sorpresa se ha producido en la recaudación del impuesto de sociedades al situarse 4.900 millones por encima de lo proyectado en los PGE 2021. En particular, su recaudación ha aumentado en 10.770 millones de euros respecto a 2020 (+67,9%) y en 2.900 millones respecto a 2019 (+12,2%). El elevado rebote se explica por el aumento de los beneficios empresariales en comparación con un 2020 en el que se realizaron elevadas provisiones debido a la pandemia, pero también por las menores devoluciones.¹ Las exenciones y moratorias implementadas en 2020 por la pandemia también ayudan a explicar el considerable rebote de la recaudación del impuesto de sociedades en 2021. En particular, los grupos empresariales consolidados tuvieron beneficios hasta septiembre de 2021² que prácticamente duplicaron los de 2020 y cercanos a los de 2019. Por su parte, en las grandes empresas no pertenecientes a grupos consolidados los beneficios crecieron hasta septiembre alrededor del 30% interanual, lo que significa situarse ligeramente por encima de los de 2019. Por último, en las pymes que declaran de acuerdo con los resultados del año, los beneficios han aumentado más de un 30% y ya se emplazan más de un 4% por encima de los registrados en 2019.

En el caso del IRPF, la recaudación aumentó 6.570 millones respecto a 2020 y 7.650 millones respecto a 2019,³ una

1. La razón es el elevado importe que tuvieron dichas devoluciones en 2020 como consecuencia de la alta cifra de solicitudes que hubo en la campaña de 2018 (declaración presentada en 2019 y pagadas en su mayor parte en 2020).

2. Sin contar operaciones extraordinarias.

3. En 2020, el impacto de la pandemia fue especialmente dañino en sectores con niveles salariales y tipos efectivos inferiores a la media, lo que moderó el impacto de la crisis en la evolución de la recaudación del IRPF.

España: diferencia entre la recaudación realizada y proyectada en 2021

(Millones de euros)



Nota: Proyecciones de los PGE 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

mejora de 350 millones respecto a las proyecciones presupuestarias. La evolución positiva del empleo en 2021 explica en buena parte este dato –no en vano, las retenciones del trabajo aumentaron un 6,1% respecto a 2020 frente a un crecimiento de las remuneraciones de los asalariados del 5,6% en 2021–.

Por su parte, el IVA aumentó su recaudación en 9.156 millones respecto a 2020 y 955 millones respecto a 2019, una recaudación ligeramente mayor de lo proyectado (+270 millones de euros). Así, creció un 1,3% respecto a 2019, una cifra que contrasta con la caída del consumo nominal (–6,3%). Esta diferencia se podría explicar, en parte, por un posible afloramiento de la economía sumergida. Otro factor que ha contribuido a la buena marcha del IVA ha sido el dinamismo de las compraventas de obra nueva junto con el aumento del precio de la vivienda en 2021.

En cambio, los impuestos especiales retrocedieron respecto a 2019, especialmente el impuesto de hidrocarburos (–6,3%) y de la electricidad (–21,1%). El retroceso de este último se explica por una reducción del impuesto de la electricidad del 5,11% al 0,5% desde septiembre. A pesar de tamaña reducción, el aumento de los precios de la electricidad ha hecho que la recaudación de este impuesto solo haya sido 290 millones menor que en 2019.

Así, los impuestos ligados a las rentas (sobre todo sociedades y, en menor medida, el IRPF) son los grandes artífices de que por primera vez desde 2010 los ingresos tributarios hayan superado las previsiones.

Un crecimiento de la recaudación mayor que el del PIB

A estas alturas del artículo, nadie duda del vigor de la recuperación de los ingresos tributarios en 2021. Esta con-

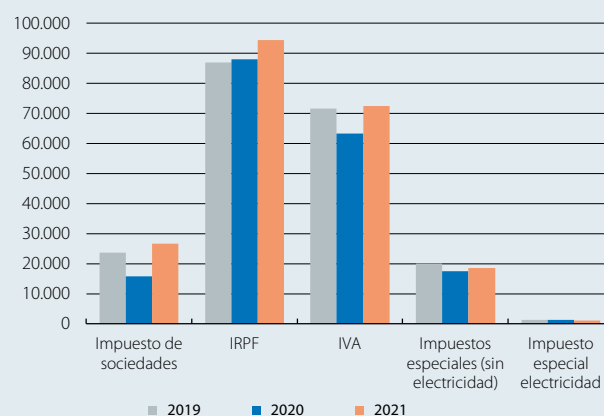
clusión cobra todavía más relevancia cuando comparamos el crecimiento interanual de los ingresos en 2021 (15,1%) con el del PIB nominal (7,2%). Es decir, los ingresos fiscales crecieron el doble que el PIB (la relación histórica entre crecimiento de PIB y recaudación es de 1 a 1,2).

Este comportamiento es consistente con un estudio realizado por economistas del BCE,⁴ que estimaban que España es la economía de la eurozona en la que los ingresos públicos reaccionan en periodos expansivos, pasando de una relación histórica de la ratio entre el crecimiento de los ingresos y del PIB de 1,06 a una de 1,8.

En definitiva, la recaudación tributaria se ha recuperado con mucho vigor en 2021. Los principales artífices han sido el IRPF y el IVA al calor de la reactivación económica y el impuesto de sociedades, que ha crecido muy por encima de las expectativas debido al rebote de los beneficios empresariales tras las elevadas dotaciones y provisiones realizadas en 2020 por las empresas, y a las menores devoluciones.

Javier Garcia-Arenas

España: recaudación tributaria (Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

4. Véase Koester, G. y Priesmeier, C. (2017). «Revenue elasticities in euro area countries». BCE Working Paper Series.

El impacto de un aumento del precio del petróleo y del gas en España: posibles escenarios

El conflicto bélico que estalló el pasado 24 de febrero entre Rusia y Ucrania se reflejó de manera inmediata en el encarecimiento de los precios del petróleo y del gas, dos productos que tienen un peso considerable en las importaciones españolas (véase la tabla). Concretamente, en 2021, las importaciones de petróleo y de sus derivados ascendieron a 33.696 millones de euros (el 2,8% del PIB), convirtiéndose en la categoría de más peso entre el total de importaciones de España. En cuanto al gas, con 9.602 millones de euros (el 0,8% del PIB) importados en 2021, se situó en la novena posición.¹

Hay que tener en cuenta, además, que la demanda de uno y otro bien suele ser bastante insensible a las variaciones que sufren sus precios, de tal manera que, cuando aumentan, se reduce la capacidad de compra de otros bienes por parte de los hogares, y también disminuye la capacidad de inversión de las empresas. Dada la importancia del asunto, en este artículo nos proponemos analizar el impacto que las variaciones en el precio de la energía podrían llegar a tener sobre el crecimiento del PIB de España.

El precio del petróleo y del gas

Tras oscilar alrededor de los 85 dólares por barril a lo largo del mes de enero, el precio del petróleo escaló hasta rozar los 100 dólares por barril después del ataque de Rusia a Ucrania a finales de febrero. El precio del gas también se disparó, llegando a superar en algún momento los 130 euros/MWh, también a finales del pasado mes (véase el gráfico).²

Para mostrar el impacto del encarecimiento de la energía, usaremos como referencia un aumento, en promedio anual, de 10 dólares/barril del precio del petróleo y de 30 euros/MWh del precio del gas.³ Este aumento conllevaría (su poniendo que la demanda de petróleo y de gas no fuera capaz de ajustarse a este encarecimiento de precios a corto plazo) un incremento de las importaciones netas de cerca de 8.100 millones de euros, un 0,6% del PIB. En términos de crecimiento, estimamos que una subida del precio de la energía de tal magnitud restaría 0,5 p. p. al crecimiento anual del PIB de España.

1. En términos de importaciones netas, el petróleo supone 16.269 millones de euros (1,4% del PIB) y el gas, 8.526 millones de euros (0,7% del PIB).
2. Los movimientos de mercado que se describen son con datos hasta el 28 de febrero.
3. El aumento de 10 dólares en el precio del petróleo se traslada a euros mediante el tipo de cambio actual, que se sitúa alrededor de los 1,13 dólares por euro.

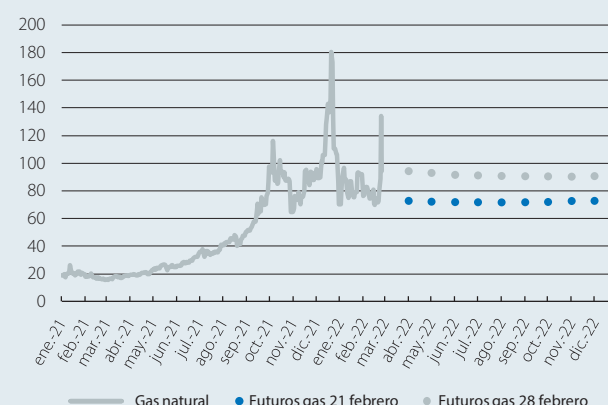
España: importaciones de mercancías en 2021: las 10 principales categorías *

	Millones de euros	% sobre el total
Petróleo y derivados	33.696	9,8
Vehículos automóviles y tractores	32.841	9,6
Máquinas y aparatos mecánicos	30.997	9,0
Aparatos y material eléctricos	29.447	8,6
Productos farmacéuticos	20.863	6,1
Mat. plásticas y sus manufacturas	13.326	3,9
Productos químicos orgánicos	12.013	3,5
Fundición, hierro y acero	11.219	3,3
Gas	9.602	2,8
Aparatos ópticos, de medida y médicos	8.402	2,5

Nota: * Agrupación por grupos Taric a dos dígitos, con excepción de las categorías de petróleo y derivados y gas, que se han obtenido a partir de la clasificación Taric a cuatro dígitos.

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

Precio del gas (€/MWh)



Nota: Gas Natural TTF, referencia en Europa.

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

El impacto sobre el crecimiento es algo menor al que se desprende del impacto directo en las importaciones por dos motivos. En primer lugar, el menor gasto que se realizaría como consecuencia del aumento del precio de la energía conllevaría una caída, a su vez, de las importaciones de bienes no energéticos y de servicios. En segundo lugar, es probable que los hogares amortiguaran, hasta cierto punto, su merma de capacidad adquisitiva haciendo acopio de sus ahorros. En este sentido, también sería relevante en qué medida la política fiscal mitigaría el impacto del encarecimiento del gas sobre la factura eléctrica.

Conclusiones

La coyuntura actual presenta un grado de incertidumbre muy elevado. Esta incertidumbre, que complica sobremanera la generación de un escenario central, o «más plausible», obliga al analista a apoyarse en la generación de escenarios hipotéticos que le permitan capturar los impactos que pueden llegar a producirse según la incertidumbre se materialice por un cauce u otro. En este artículo, hemos valorado la sensibilidad del crecimiento del PIB de España a las variaciones del precio del crudo y del gas, dos de los productos más afectados por la actual crisis geopolítica. Sin embargo, es preciso poner sobre la mesa que el conflicto en Ucrania también podría afectar a la recuperación económica por otros canales, como por ejemplo el efecto pernicioso sobre la confianza o sobre las exportaciones, consecuencia del deterioro del entorno internacional.

Oriol Carreras

El impacto de las condiciones financieras sobre la carga de la deuda pública española

Uno de los temas candentes de la actualidad económica es el impacto de un endurecimiento de las condiciones financieras sobre el coste de la deuda pública española. Desde principios de año hemos observado un repunte de los tipos de interés soberanos de la eurozona y en las primas de riesgo periféricas, incluida la española. Así, cabe preguntarse cuál será la sensibilidad del coste de financiación de las Administraciones públicas a un entorno macro-financiero cambiante y muy incierto.

El coste medio de la deuda se mantendrá contenido

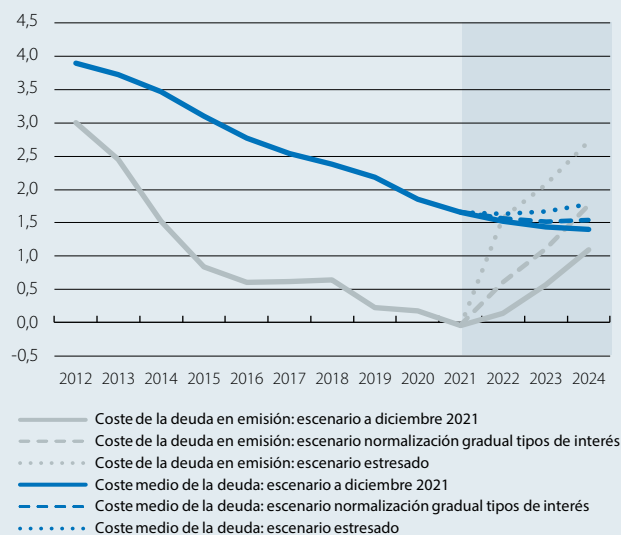
Hemos analizado la sensibilidad que históricamente ha presentado el coste de la deuda pública española a los cambios de las condiciones financieras y hemos realizado un ejercicio para valorar cómo puede evolucionar los próximos años. En particular, analizamos tres escenarios. El primero se fundamenta en las previsiones de tipos de interés que se contemplaban a finales de 2021, antes de que el BCE cambiara la comunicación sobre su política monetaria futura y de que estallara el conflicto militar en Ucrania. Este escenario se caracterizaba por unos tipos de interés que se mantienen en niveles muy bajos a lo largo del horizonte de previsión, ya que se esperaba que el BCE no empezaría a subir el tipo de referencia hasta finales de 2023. El segundo escenario contempla una normalización gradual y paulatina de las condiciones financieras en los próximos años. Es un escenario que se produciría, por ejemplo, si el impacto económico del conflicto en Ucrania fuera limitado y en el que la preocupación por la inflación pasara a ser el principal foco de atención durante la segunda mitad del año. Como referencia, ello sería compatible con el hecho de que el BCE empezara a aumentar los tipos de interés a finales de 2022 y en 2023 realizara dos movimientos adicionales al alza. El tercer escenario valora el impacto que podría tener un tensionamiento de las condiciones financieras, que se podría producir si el BCE tuviera que llevar a cabo un aumento más rápido de los tipos de interés porque la inflación se mantiene en cotas elevadas durante más tiempo de lo previsto y la prima de riesgo aumentara de manera sustancial.¹ En el primer gráfico podemos ver la evolución del coste de la deuda en emisión y el coste medio de la deuda en los tres escenarios.²

1. En concreto, sería un aumento adicional de 100 p. b. a lo largo de la curva.

2. Los supuestos más importantes que hemos hecho son: (i) cada año el Tesoro emite deuda para financiar el nuevo déficit (estimado con previsiones propias) y refinanciar los vencimientos, (ii) la estructura de vencimientos con la que emite la nueva deuda replica la estructura temporal actual y (iii) hemos tenido en cuenta la refinanciación de letras que hay que hacer cada año.

España: coste de la deuda del Estado según las condiciones financieras

(% de la deuda pública)

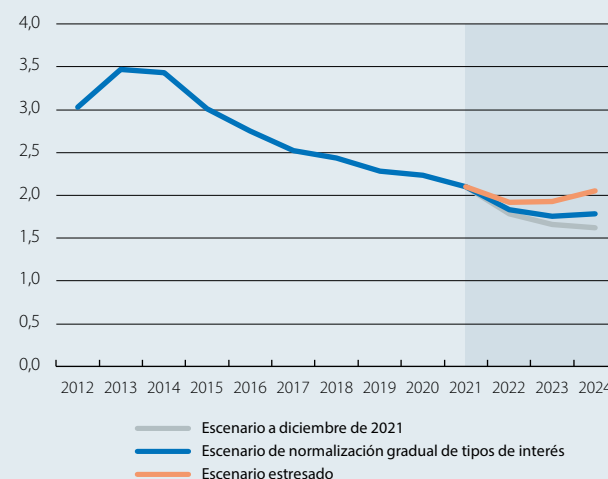


Notas: Cada año, el Tesoro emite deuda para financiar el nuevo déficit (estimado con previsiones propias) y todo lo que vence. La estructura de vencimientos con la que emite la nueva deuda replica la estructura temporal actual. Hemos tenido en cuenta la refinanciación de letras que hay que hacer cada año.

Fuente: CaixaBank Research.

España: factura de intereses de la deuda pública

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research.

En el escenario de normalización gradual de las condiciones financieras, el coste de la nueva deuda emitida aumentaría de forma marcada, por encima del 1,7% a finales de 2024. Como referencia, en este escenario se asume que el coste de la deuda a 10 años sube hasta el 2,55% a finales de 2024, mientras que a finales de diciembre se esperaba que se situara alrededor del 1,55%. En el tercer escenario

el coste de la nueva deuda emitida aumentaría de forma aún más acentuada, por encima del 3,5% en 2024.

Ello contrasta con la evolución del coste de la deuda en circulación, que en todos los escenarios se mantiene en cotas moderadas. La diferencia entre la evolución del coste de la deuda en circulación y en emisión se explica en buena parte porque el mayor coste de emisión se ve compensado por el vencimiento de deuda que fue emitida hace años a tipos superiores. Otro factor que hay que tener en cuenta es el aumento de los vencimientos de la deuda de los últimos años. En 2021, la vida media de la deuda pública española se situó por encima de los ocho años por primera vez, un registro que se debería estabilizar o que incluso podría aumentar levemente en 2022. El Tesoro ha aprovechado las favorables condiciones de financiación que prevalecen desde 2014 gracias a las políticas monetarias no convencionales del BCE para emitir en los tramos más largos de la curva a tipos muy bajos.

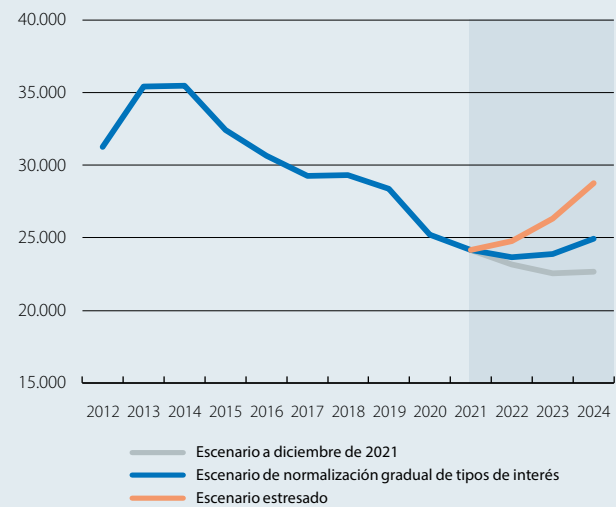
La factura de intereses en porcentaje del PIB: aumento *ma non troppo*

De igual forma, es interesante analizar la posible evolución de la carga de intereses de la deuda pública con respecto al PIB en los distintos escenarios. Concluimos que, con una probabilidad elevada, la carga de la deuda se mantendría en cotas bajas o moderadas. Concretamente, en el escenario de normalización gradual de las condiciones financieras, la carga financiera de la deuda pública en porcentaje del PIB continuaría bajando hasta 2023 y se estabilizaría en 2024 por debajo del 2,0%. En el escenario estresado, la factura de intereses en porcentaje del PIB aumentaría de forma moderada y se situaría en torno al 2,0% en 2024, un nivel muy similar al de 2021 y por debajo claramente del 3,0% de 2012, cuando la deuda pública en porcentaje del PIB era mucho menor, aunque con una tendencia que dibujaría una pendiente elevada si se mantuviera en los años posteriores.

En definitiva, a corto plazo, hay factores importantes que atenuarán la subida de los costes de financiación de la deuda pública. Sin embargo, la tendencia es a un mayor coste de la deuda y, aunque no parece que en los próximos años ello lleve a un aumento sustancial de la carga financiera del sector público, será esencial diseñar una estrategia de consolidación fiscal gradual pero sostenida en el tiempo.

Javier García-Arenas y Ricard Murillo Gili

España: intereses de la deuda pública (Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Industria									
Índice de producción industrial	-9,4	8,6	3,0	27,9	1,8	1,8	1,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-14,0	0,4	-7,3	2,5	2,1	4,4	5,3	6,1	9,1
PMI de manufacturas (valor)	47,5	57,0	53,0	59,2	58,9	56,9	56,2	56,2	56,9
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-19,1	-1,8	15,0	24,6	26,6	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-12,5	9,5	-17,3	0,6	22,2	32,3	34,6	...	...
Precio de la vivienda	2,1	...	0,9	3,3	4,2	...	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-36,9	-47,5	-85,5	-81,3	-52,7	29,6	64,4	117,8	...
PMI de servicios (valor)	40,3	55,0	44,3	58,8	59,6	57,4	55,8	46,6	56,6
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	5,1	-0,4	20,4	-0,3	0,6	-2,3	...	...
Matriculaciones de automóviles	-29,3	158,0	12,7	661,0	-24,5	-17,1	-18,7	1,0	6,6
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,8	-13,3	-22,1	-11,1	-9,1	-10,8	-13,1	-12,0	-9,4
Mercado de trabajo									
Población ocupada ¹	-2,9	3,0	-2,4	5,7	4,5	4,3	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	15,5	14,8	16,0	15,3	14,6	13,3	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ²	-2,0	2,5	-1,4	3,9	3,8	3,9	4,1	4,2	4,5
PIB	-10,8	5,0	-4,3	17,7	3,4	5,2	-	-	-

Precios

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
General	-0,3	3,1	0,6	2,6	3,4	5,8	6,6	6,1	7,4
Subyacente	0,7	0,8	0,4	0,1	0,8	1,7	2,1	2,4	3,0

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	-8,1	8,7	15,2	21,2	21,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	-14,0	3,3	13,5	24,8	24,8	...	...
Saldo corriente	9,3	8,4	8,3	9,4	11,6	8,4	8,4	...	...
Bienes y servicios	16,5	17,1	16,0	17,0	19,7	17,1	17,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-8,6	-7,6	-7,7	-8,2	-8,6	-8,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	13,7	18,3	12,7	15,7	19,7	18,3	18,3	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	6,1	8,9	4,9	4,8	5,7	6,3	5,6	...
A la vista y ahorro	12,3	10,3	14,1	9,2	8,9	9,2	9,8	8,8	...
A plazo y preaviso	-16,5	-24,4	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	-27,8	-27,5	...
Depósitos de AA. PP.	1,0	15,5	11,2	16,3	15,1	19,5	20,3	20,1	...
TOTAL	7,1	6,7	9,1	5,5	5,5	6,6	7,2	6,4	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	1,2	0,3	2,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,5	0,2	...
Empresas no financieras	4,9	1,1	7,8	-0,7	-1,9	-0,9	0,5	-0,4	...
Hogares - viviendas	-1,8	0,2	-1,0	0,0	0,6	1,0	1,2	1,2	...
Hogares - otras finalidades	0,8	-1,2	-1,8	-0,7	-1,2	-1,2	-1,5	-1,1	...
Administraciones públicas	3,0	15,3	9,5	17,4	22,7	11,6	5,6	3,8	...
TOTAL	1,3	1,1	2,7	0,6	0,7	0,6	0,8	0,4	...
Tasa de morosidad (%)⁴	4,5	4,3	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	...	...

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.

Dinámica muy positiva de la actividad portuguesa frustrada por el conflicto de Ucrania

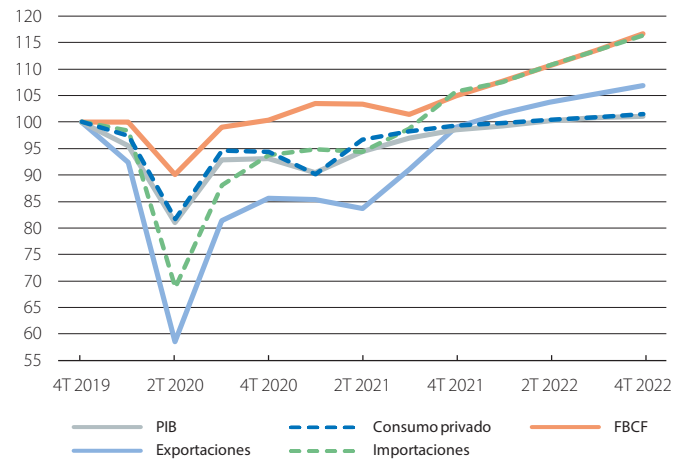
El PIB creció un 4,9% en 2021, lo que redujo la brecha respecto a 2019 hasta el 3,9%, y la dinámica para 2022 comenzó el año relativamente fuerte. El crecimiento se vio beneficiado por la significativa recuperación de la demanda interna y también por la aportación de las exportaciones (5 p. p.). Pese a que los indicadores para 2022 todavía son escasos, presentan una tendencia positiva que apuntaba que, en un contexto de normalidad internacional, la economía podría tener este año un desempeño mejor de lo que preveíamos inicialmente (4,9% en 2022). Así, el indicador diario de actividad en la primera mitad del trimestre creció un 3,7% interanual. De la misma forma, los pagos con tarjetas electrónicas en enero superaron en un 9% los niveles de enero de 2020 (antes de la pandemia) y los indicadores de sentimiento (los resultados son anteriores a la invasión rusa de Ucrania) registraron mejoras notables en febrero, a pesar del impacto negativo de la escasez de materias primas y de mano de obra. Sin embargo, el estallido del conflicto en Ucrania ha introducido un grado de incertidumbre muy elevado, con riesgos a la baja, debido al encarecimiento de los productos energéticos en el mercado internacional y al previsible enfriamiento de la actividad en los principales socios comerciales, especialmente de los países del centro de Europa. En este contexto, el sentido de la revisión de nuestra previsión anterior de un crecimiento del PIB del 4,9% en 2022 es ahora más incierto, por lo que optamos por mantener el escenario y esperar a disponer de una visión más completa sobre las consecuencias de la actual situación.

Riesgos de inflación al alza. La primera estimación del IPC de febrero confirma la senda alcista de los últimos meses: la inflación alcanzó el 4,2% (3,3% en enero). El encarecimiento de la energía y la transmisión a otros bienes continúan constituyendo el principal riesgo al alza para 2022. Como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania, los precios del Brent y del gas han aumentado de forma muy significativa, en un momento en el que las cadenas de abastecimiento aún no están normalizadas y los problemas de suministros de algunas materias primas se señalan como uno de los principales obstáculos a la producción industrial.

Balance muy positivo del mercado laboral en 2021, tras el deterioro del año anterior. El empleo cerró 2021 con un aumento de 148.400 personas, el número de parados disminuyó en 42.600 y la tasa de paro descendió hasta el 6,3% desde el 7,3% de finales de 2020. Se mejoran así los niveles anteriores a la pandemia: hay 93.100 puestos de trabajo más y 21.800 parados menos que en el 4T 2019. El aumento del empleo se ha extendido tanto al sector privado como al público: el empleo privado supera al cierre de 2021 el nivel de antes de la pandemia en 133.700 personas, y el empleo público continuó por encima de los niveles anteriores a la COVID en cerca de 14.600 empleados, lo que se explica, en parte, por las necesidades derivadas de la pandemia (por ejemplo, de profesionales sanitarios).

Portugal: evolución del PIB y sus componentes

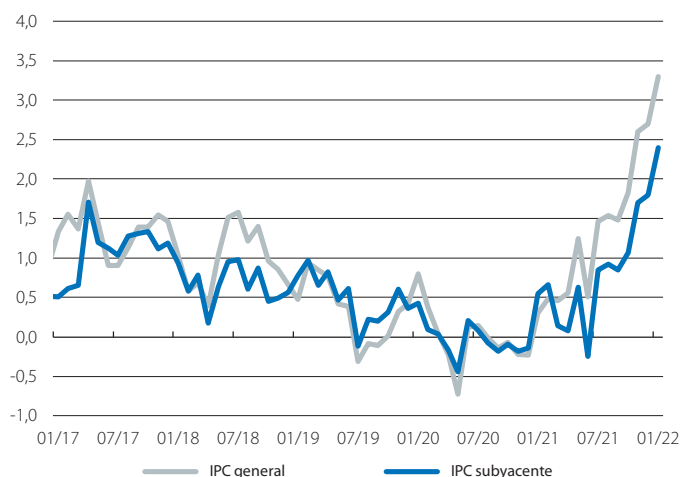
Índice (100 = 4T 2019)



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

Portugal: IPC

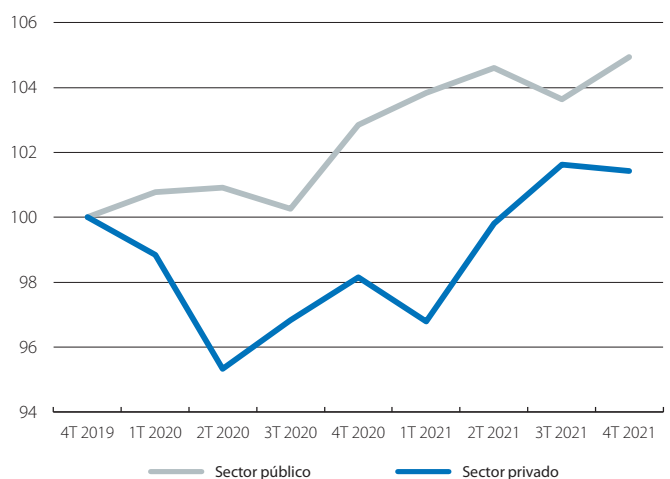
Variación interanual (%)



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

Portugal: empleo en el sector público y privado

Índice (100 = 4T 2019)



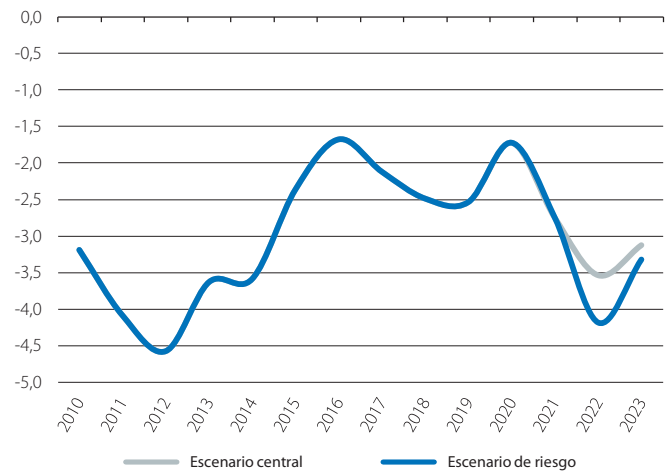
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de la DGAEP de Portugal.

Déficit de la balanza por cuenta corriente relativamente estable en 2021. En el último año, el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió a 2.403 millones de euros (-1,1% del PIB), un empeoramiento de 265 millones respecto a 2020. Por componentes, destacan las mejoras de los superávits de la balanza turística (1.396 millones más que en 2020) y de la balanza de rentas secundarias (+1.245,5 millones), como consecuencia del aumento de los fondos europeos recibidos. No obstante, estas mejoras fueron insuficientes para compensar el pequeño deterioro de la balanza de bienes no energéticos, la ligera contracción del superávit de los servicios no turísticos y el significativo empeoramiento del déficit energético. Este último aumentó hasta los 5.930 millones de euros (2.378 millones más que en 2020) debido al aumento de los precios de los bienes energéticos importados, especialmente del crudo. Las cantidades importadas de combustibles registraron variaciones del 1,9%, mientras que los precios (IVUS) de las importaciones energéticas aumentaron en cerca del 60%.

Turismo: recuperación desigual. A pesar de la buena evolución del número de turistas en 2021, con un avance del 40% respecto a 2020, la recuperación no ha sido uniforme entre regiones y tipos de alojamiento. De hecho, el Área Metropolitana de Lisboa (AML) es la gran perdedora. Los ingresos en los establecimientos de alojamiento turístico de la AML son los más alejados de los niveles previos (-61% respecto a 2019), y el número de huéspedes en 2021 fue todavía un 58% inferior al de 2019, cuando en el conjunto del país se situaban un 46% por debajo. Estos números se explicarían por dos factores: (i) el mayor peso de los turistas extranjeros en esta región en comparación con el resto y (ii) el hecho de ser también la principal región emisora de turistas residentes, que eligieron viajar a zonas del país con menos aglomeración de personas y menos afectadas por la pandemia. En cuanto a los tipos de alojamiento, también existen marcadas diferencias: el turismo rural y familiar fue la estrella y en 2021 solamente tuvo un 5% menos de pernoctaciones que en 2019, cifras bastante por encima del conjunto de la hostelería (-48% de pernoctaciones en el conjunto del año con respecto a 2019).

Las nuevas operaciones de crédito a empresas cayeron en 2021, un 11,4% interanual, lo que se explica por las nuevas operaciones de crédito a las empresas (-33,5%), un comportamiento que se debe en parte al efecto comparación con el elevado volumen de líneas de crédito con garantía del Estado que se concedieron durante 2020. Corrigiendo este impacto, las nuevas operaciones a las empresas retrocedieron un 9,9%. Por su parte, las nuevas operaciones de crédito a la vivienda mantuvieron un fuerte dinamismo (+34% frente a 2020), a pesar de estar lejos del máximo registrado en 2007. Por otro lado, la pandemia continúa teniendo un impacto negativo en los niveles de endeudamiento del sector no financiero, ya que alcanzó a finales de 2021 cerca de 768.100 millones de euros (363% del PIB). Este importe representa más de 42.745 millones de euros con respecto a finales de 2019 y más del 60% de este aumento resulta del empeoramiento del endeudamiento del sector público no financiero como consecuencia de los esfuerzos para combatir la pandemia. Mientras, la cartera de crédito del sector privado no financiero aumentó un 3,0% interanual en enero.

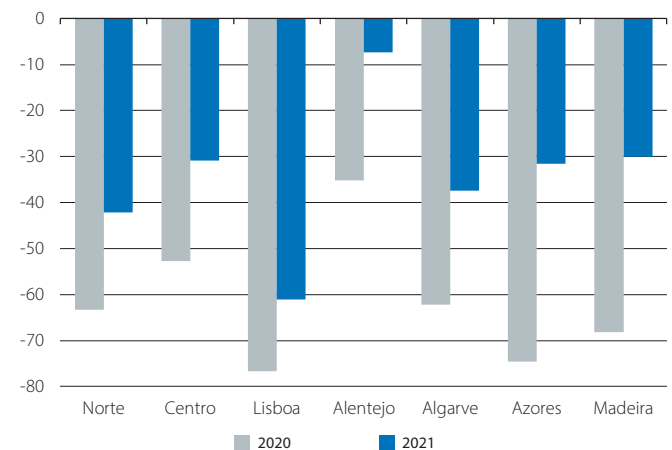
Portugal: saldo de la balanza energética (% del PIB)



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

Portugal: ingresos en establecimientos de alojamiento turístico por región

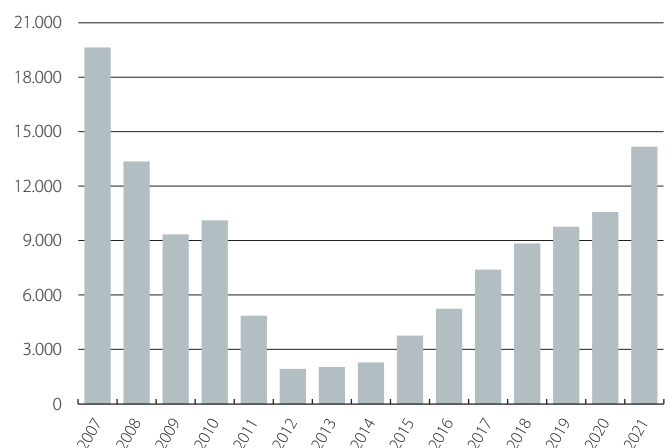
Variación respecto a 2019 (%)



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

Portugal: nuevas operaciones de crédito a la vivienda

Acumulado del año (millones de euros)



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

Productividad en Portugal: ¿ingrediente mágico o plato principal?

Es habitual encontrar en los medios de comunicación referencias a la productividad como el «ingrediente mágico» para la resolución de muchos problemas económicos y como la forma de acortar la distancia salarial de la población portuguesa frente a los socios europeos. Sin embargo, la productividad no es un ingrediente, sino un resultado, y hablamos poco de su naturaleza y sus fundamentos. Vamos a ver qué se entiende por productividad, cómo medirla y la posición de Portugal en el contexto internacional.

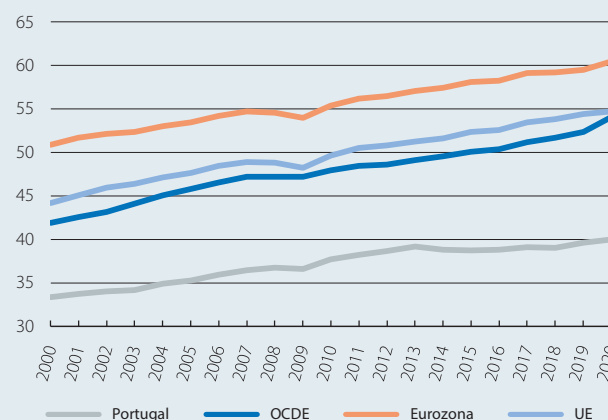
De forma sencilla, la productividad es el nivel de *output* generado con un determinado nivel de *inputs*. Una combinación o gestión óptima de los recursos (*inputs*) significa más eficiencia y llevará a una mayor productividad y, en última instancia, permitirá la creación de una mayor prosperidad.

El trabajo es uno de los factores productivos más importantes y la relación de la cantidad del factor trabajo utilizado para generar una unidad de PIB es la más ampliamente empleada para medir la productividad. El indicador elaborado por la OCDE que divide el PIB de una economía entre las horas trabajadas expresa el valor creado por unidad de trabajo utilizado (las horas de trabajo) y es más preciso que las medidas que relacionan el *output* con el número de trabajadores. Tal como se observa en el primer gráfico, existe una brecha entre el nivel de productividad portugués y el de la UE y el de los países de la OCDE. En 2020 (último año con datos disponibles), el PIB por hora trabajada portugués era un 73% del valor registrado en la UE y solamente el 66% del de los países de la eurozona. Más preocupante que la distancia existente es constatar que esta ha venido aumentando en los últimos tiempos, de forma que la productividad en Portugal ha crecido menos que en las otras economías analizadas. Concretamente, la productividad en Portugal ha aumentado un 20% desde el 2000, frente a un 29% en la OCDE y un 24% en la UE.

Así, una de las claves para aumentar el crecimiento de la productividad está en el nivel de capital humano de una economía. Los trabajadores con un nivel educativo más alto y técnicamente más calificados son más productivos.¹ Otro elemento clave es la evolución del capital productivo por empleado. En este aspecto, Portugal también sale mal parada cuando lo comparamos con el resto de los países de la eurozona, ya que se halla en la 14.ª posición de entre 19 países. La acumulación de capital pro-

Portugal: PIB por hora trabajada

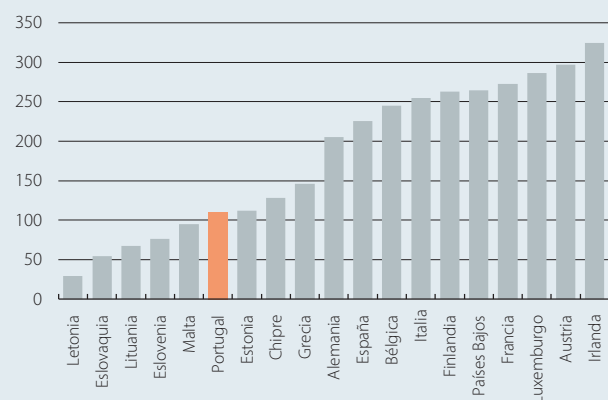
(En dólares)



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

Portugal: dotación de stock de capital neto por empleado

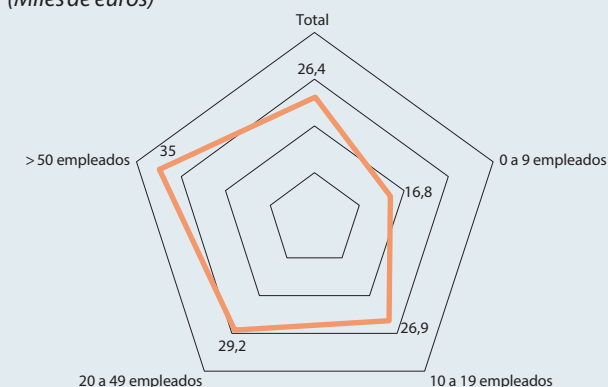
(Miles de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos de 2021 de la AMECO.

Portugal: VAB por empleado según tamaño de la empresa

(Miles de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat (2019).

1. Véase Gouveia, A., Santos, S. y Gonçalves, I. (2017). «The impact of structural reforms on productivity: the role of the distance to the technological frontier». OECD Productivity Working Papers, 2017-08. OECD Publishing, París. Este estudio demuestra el aumento de la productividad a largo plazo como consecuencia de las inversiones/reformas en educación.

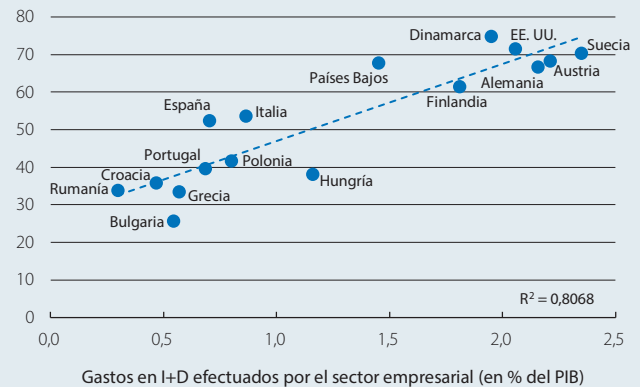
ductivo se realiza a través de la inversión y, también en este aspecto, Portugal está lejos de la UE: la formación bruta de capital fijo (sin los activos de construcción) representó en 2020 el 8,6% del PIB, frente al 11,2% de la UE. Cabe destacar, por el lado positivo, el mayor porcentaje de la FBCF dedicada a los activos de equipos de tecnologías de la información y la comunicación con respecto a la UE (4,6% por 3,3%, en 2019), tan relevantes en el actual contexto de transición digital.

Una menor intensidad de capital puede significar menos «herramientas» al servicio del trabajador y menos productividad general. Sin embargo, hay que introducir algunas matizaciones. En primer lugar, hay que tener en cuenta que un tejido productivo flexible, capaz de sustituir el factor capital por el factor trabajo, si este último es abundante y barato, también puede explicar una menor intensidad de capital. En segundo lugar, el aumento de la productividad general de una economía también puede darse por el desplazamiento de los factores productivos, concretamente el trabajo, de sectores menos productivos a otros más productivos, incluso sin que se altere la intensidad de capital. Naturalmente, este segundo aspecto es más difícil cuanto mayor sea la rigidez en el mercado laboral. Además, se observa que en los periodos en los que existe una mayor dificultad para contratar trabajadores y en los que las economías se acercan al pleno empleo, las empresas tienden a hacer mejor uso de la tecnología que ya poseen. Es decir, ante la imposibilidad de añadir el factor trabajo o el encarecimiento de este, se da un mayor aprovechamiento del potencial de la infraestructura tecnológica existente.

Por otro lado, un aspecto clave en la productividad es el tamaño de las empresas. En Portugal, el nivel de productividad de las grandes empresas es más del doble que el de las microempresas. Varios estudios destacan que las grandes empresas tienen una mayor propensión a invertir en activos intangibles y subrayan esta inversión como catalizador del aumento de la productividad.² De hecho, hay varios aspectos que contribuyen a una mayor productividad y que por ser «intangibles» aparecen muchas veces como costes intermedios y no como inversión: los modelos de gestión y de eficiencia organizacional, el *marketing*, el valor de la marca, las bases de datos, la formación específica desarrollada internamente o el *software* son ejemplos de ello. En economías altamente desarrolladas y cerca de la frontera tecnológica, estos aspectos son aún más determinantes en el crecimiento de la productividad. Así, cuando hablamos sobre el futuro de la productividad en Portugal, también debemos fijarnos en otros aspectos que permiten a las empresas tener éxito en este

Portugal: relación entre productividad y gastos en I+D

PIB por hora trabajada (en dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los últimos datos de la OCDE para los dos indicadores.

contexto y observar nuevos indicadores. Algunos ejemplos en este sentido son el porcentaje del PIB asignado a investigación y desarrollo (sobre todo en el sector privado), el porcentaje de volumen de negocio de las empresas que se destina a CAPEX en activos intangibles, los recursos humanos relacionados con el I+D por millón de habitantes y la proporción de estos recursos destinados al sector privado, el registro de patentes, etc.

La mejora sustancial de la productividad en la economía portuguesa exige poner el énfasis en el triángulo formado por la educación (aumentar la formación en áreas punteras), la atracción de inversión extranjera (normalmente realizada por grandes empresas, que exponga la economía nacional a la competitividad externa y aporte conocimiento y capital a un tejido económico con baja capitalización) y la innovación (no solo al nivel de productos y servicios, sino también de procesos y modelos de negocio).

Tiago Belejo Correia

2. Véase Corrado, C., Haskel J., Jona-Lasinio C. *et al.* (2018). «Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth». *Journal of Infrastructure, Policy and Development*.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Índice coincidente de actividad	-5,4	2,6	-2,1	2,4	4,8	5,3	5,4	5,5	...
Industria									
Índice de producción industrial	-6,9	4,4	-0,8	25,0	-4,7	-1,9	0,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-15,8	-5,7	-13,6	-5,0	-1,5	-2,7	-2,1	-1,5	-0,5
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	10,9	48,4	-28,6	-1,8	-9,9	-6,3	...	...
Compraventa de viviendas	-5,7	...	0,5	58,3	25,1	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,3	8,6	6,2	8,5	8,7	11,0	11,2	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-86,7	-74,2	-38,7	52,0	52,0	...	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	-21,6	-2,9	-19,1	-9,9	5,5	11,9	14,0	10,7	9,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	-3,0	4,5	-7,5	16,0	2,8	6,7	6,6	10,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	-6,1	4,5	-0,8	4,8	7,4	6,8	6,2	5,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-24,4	-17,3	-13,6	-13,5	-16,4	-18,7	-17,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada	-1,9	2,8	-1,3	4,5	4,7	3,1	3,6	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	7,0	6,6	7,1	6,7	6,1	6,3	5,9	...	...
PIB	-8,4	4,9	-5,3	16,5	4,4	5,8	-	-	-

Precios

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
General	0,0	1,3	0,4	0,8	1,5	2,4	2,7	3,3	4,2
Subyacente	0,0	0,8	0,5	0,2	0,9	1,5	1,8	2,4	3,2

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,3	18,1	-8,0	9,5	13,4	18,1	18,1	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,8	21,1	-15,7	1,8	10,3	21,1	21,1	...	...
Saldo corriente	-2,1	-2,4	-1,6	-1,6	-1,9	-2,4	-2,4	...	...
Bienes y servicios	-3,9	-5,6	-3,5	-4,1	-4,4	-5,6	-5,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,7	3,2	1,9	2,5	2,5	3,2	3,2	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	0,0	1,4	0,5	0,6	1,5	1,4	1,4	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	10,5	8,6	8,7	9,3	9,3	9,1	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	18,5	15,3	15,5	16,3	16,3	15,7	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	2,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,4	...
Depósitos de AA. PP.	-21,0	-4,1	-23,6	-15,0	-5,2	-4,1	-4,1	-1,6	...
TOTAL	8,9	9,0	9,2	7,7	8,2	9,0	9,0	8,8	...
Saldo vivo de crédito ¹									...
Sector privado	4,6	2,9	5,1	4,4	4,2	2,9	2,9	3,0	...
Empresas no financieras	10,5	2,2	11,0	7,2	5,8	2,2	2,2	2,6	...
Hogares - viviendas	2,1	3,3	2,7	2,6	3,3	3,3	3,3	2,9	...
Hogares - otras finalidades	-1,1	3,1	-1,2	3,0	3,2	3,1	3,1	4,1	...
Administraciones públicas	-4,2	3,8	-5,1	4,5	4,1	3,8	3,8	4,5	...
TOTAL	4,2	2,9	4,7	4,4	4,2	2,9	2,9	3,0	...
Tasa de morosidad (%) ²	4,9	...	4,6	4,3	4,0	...	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

El boom de los bienes tecnológicos: ¿cambio de tendencia o amor de verano?



En el Dossier del mes de febrero se analiza la resistencia en la demanda de bienes tecnológicos durante la pandemia. Se trata de un cambio en los patrones de consumo que podría tener cierta continuidad.

España: «Los precios de la luz están por las nubes, ¿y el importe de su recibo?»



Analizamos los recibos de electricidad particulares domiciliados en CaixaBank para determinar cómo afectó el aumento de los precios en la economía de las familias españolas.

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 de Turismo 1S 2022



Gracias al intenso proceso de recuperación que experimentó el sector turístico en verano, los indicadores de actividad turística publicados hasta el mes de diciembre no mostraban señal de agotamiento. Sin embargo, esta buena tendencia tiene que volver a hacer frente a una nueva ola de contagios.

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.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2022

© Banco BPI, 2022

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

