

Nota Breve 29/04/2022

Eurozona · El crecimiento del PIB en la eurozona logra mantenerse en territorio positivo, mientras aumentan las presiones inflacionistas**Dato**

- **El PIB de la eurozona creció en el 1T 2022 en línea con nuestras expectativas: 0,2% intertrimestral y 5,0% interanual** según el primer avance publicado por Eurostat (0,3% intertrimestral y 4,7% interanual en el 4T 2021), tal y como anticipábamos.
- En cuanto a **la inflación**, la variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) aumentó en 0,1 p. p. hasta el 7,5% en abril y la inflación subyacente lo hizo en 0,6 p. p. hasta el 3,5%.

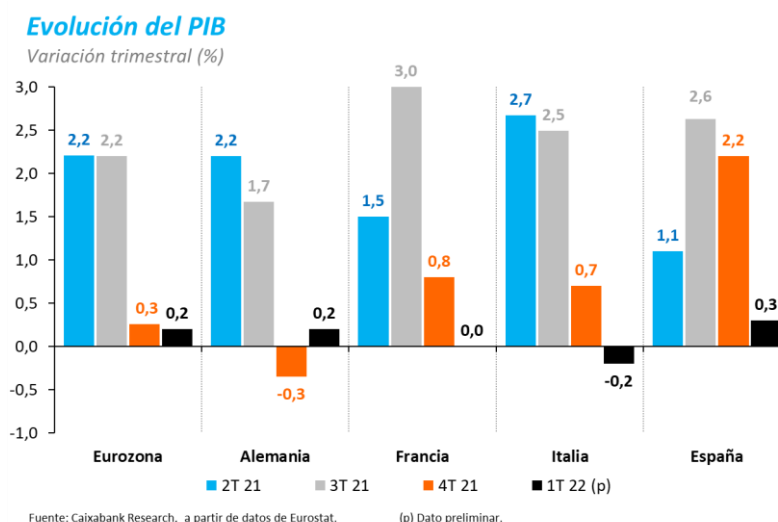
Valoración

- Los datos publicados esta semana confirman que **el riesgo de estanflación se ha incrementado** en la economía del euro desde el comienzo del año. Por un lado, el crecimiento del PIB siguió perdiendo empuje en el 1T. Por el otro, la inflación se estabilizó en abril, si bien las presiones alcistas se están extendiendo a lo largo de la cesta de consumo. De cara a los próximos meses, no descartamos que el PIB pueda retroceder en el 2T, mientras que la inflación se mantendrá en cotas elevadas.

El PIB pierde empuje en el inicio de año

- **El PIB de la eurozona creció en el 1T 2022 en consonancia con nuestras expectativas: 0,2% intertrimestral y 5,0% interanual** según el primer avance publicado por Eurostat (0,3% intertrimestral y 4,7% interanual en el 4T 2021). **El comportamiento fue dispar por países.** Así, **Francia decepcionó** al estancarse (el 0,0% intertrimestral vs. el 0,2% que anticipábamos) debido al fuerte desplome en el consumo privado (-1,3% vs. 0,6% en el 4T 2021); **España creció un 0,3%, por debajo de lo que anticipábamos**, e **Italia cayó más de lo que preveíamos** (el -0,2% vs. el -0,1% previsto). Mientras, **Alemania sorprendió positivamente** al crecer un 0,2% (contemplábamos una modesta caída), si bien todavía se encuentra casi un 1,0% por debajo de su nivel pre-COVID. Cabe señalar que Portugal registró un dinámico crecimiento del 2,6%.
- El dato del PIB del 1T esconde **un comportamiento desigual a lo largo del periodo**, caracterizado por el buen comportamiento de la economía entre enero y febrero y una probable caída en marzo, tras el estallido de la guerra en Ucrania. Este *shock* ha cambiado radicalmente el escenario que barajábamos para la economía europea, que se verá muy afectada por su elevada dependencia energética de Rusia y por el fuerte incremento de la incertidumbre. Además, este conflicto está agravando los problemas de suministros de las cadenas globales, que vuelven a verse tensionadas por la pertinaz política de COVID cero de China.
- De hecho, los indicadores de confianza de marzo y abril, si bien mejor de lo esperado, muestran un notable deterioro de las expectativas económicas, sobre todo, en la industria y las familias; mientras que, de momento, el sector servicios sigue beneficiándose del impulso que supone el práctico levantamiento de restricciones post-ómicron. Sin embargo, vemos probable que este empuje del sector servicios se vaya diluyendo a medida que la fuerte subida de la inflación haga mella en las decisiones de consumo de los hogares.

- Si, además, tenemos en cuenta que el sector manufacturero seguirá muy afectado por el encarecimiento de la energía y los problemas de suministros, **es muy probable que el PIB de la eurozona retroceda en el 2T**, reflejo del descenso que anticipamos para el PIB de las principales economías de la región, con Alemania e Italia como dos de las más vulnerables en el actual contexto (las importaciones de gas rusas representan un 40% y un 58% del consumo total, respectivamente, al tiempo que los activos rusos en bancos italianos representan el 1,5% de su PIB). Incluso Francia, a pesar de su menor dependencia del gas (en torno al 15% del total de la energía consumida, frente al 43% de la nuclear), está en riesgo de retroceder en el 2T 2022, después de que el dato del 1T 2022 mostrara la vulnerabilidad del consumo de las familias en el contexto actual.
- Todavía **es pronto para poner fecha a la conclusión del conflicto en Ucrania**, y las tensiones en los mercados de energía persistirán: Rusia ha cortado el suministro de gas a Polonia y Bulgaria por su negativa a pagar en rublos y amenaza con hacerlo para otros países de la UE. Además, **la evolución de la pandemia sigue siendo clave** en la política de COVID cero aplicada por China, por lo que la persistencia de los cuellos de botella en cadenas globales puede ser más duradera de lo esperado. En suma, **la incertidumbre que rodea el escenario es mucho más elevada que habitualmente**, lo que introduce riesgos a la baja en nuestra previsión actual de crecimiento del 2,6% para el conjunto de 2022.

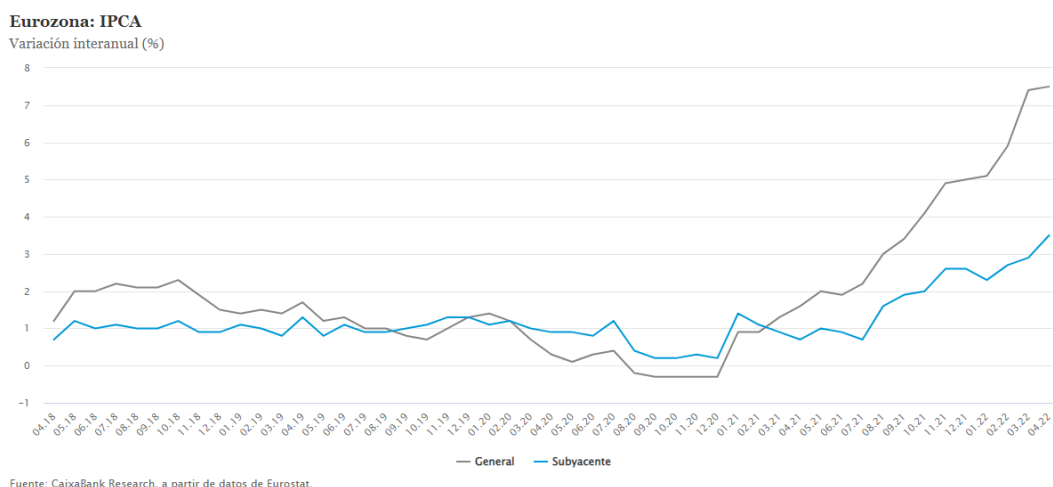


La inflación general se estabiliza, pero la subyacente se dispara en abril

- En cuanto a la evolución de los precios, pese a que la inflación general solamente aumentó en 1 décima, la subyacente hizo lo propio en 6 décimas, hasta el 3,5%, en una clara señal de que **las presiones inflacionistas se están extendiendo al conjunto de componentes de la cesta de consumo**. Por componentes, el único que moderó su variación interanual fue la energía (de 44,4% en marzo a 38,0% en abril). Tanto el precio de los alimentos (elaborados y no elaborados) como los bienes industriales y los servicios registraron repuntes en su variación interanual.
- Por países, la inflación general se moderó en Italia y España (-0,2 y -1,4 p. p., respectivamente, en comparación con el mes anterior), mientras que en Alemania y Francia la inflación escaló en 0,2 y 0,3 p. p. respectivamente. De entre los países con inflaciones más elevadas, destacan los países bálticos (Estonia, Lituania y Letonia, con la inflación en el 19,0%, 16,6% y 13,2%, respectivamente) y los Países Bajos (11,2%).
- Nuestra expectativa **de cara a los próximos meses es que la inflación se mantenga elevada e incluso que repunte todavía algunas décimas más**, sobre todo para el caso de la inflación subyacente. Sin

embargo, la moderación de los precios energéticos debería ejercer presión a la baja en la inflación general durante la segunda mitad de 2022. Con todo, la elevada inflación y el contagio a los componentes subyacentes invitarán al BCE a mantener su intención de normalizar la política monetaria, finalizando las compras netas de activos bajo el APP en el 3T (posiblemente en julio) y, posteriormente, con subidas en los tipos de interés oficiales. Solamente indicadores económicos muy adversos consistentes con una recesión podrían frenar este endurecimiento de la política monetaria.

- En los mercados financieros, el repunte en la inflación subyacente se transmitió en un ascenso en la rentabilidad de la deuda soberana, con el bono alemán a 10 años registrando un avance de 3 p. b. hasta el 0,93%, mientras que las primas en la deuda periférica se ampliaron levemente. Por su parte, el euro fluctuaba por debajo del 1,06 en su cruce con el dólar, si bien los índices bursátiles mantenían el tono positivo.



Rita Sánchez y Ricard Murillo, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN “NOTA BREVE” DE CAIXABANK

NOTA BREVE es una publicación elaborada de forma conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF), que contiene informaciones y opiniones que proceden 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.