IM04

INFORME MENSUAL
NÚMERO 466 | ABRIL 2022

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

OPINIÓN
El momento de la política fiscal

Turno para los bancos centrales

MERCADOS FINANCIEROS
Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización

Rusia pone en jaque el escenario del petróleo mundial

ECONOMÍA INTERNACIONAL
La dependencia europea de Rusia: una cuestión primaria

Impacto de la guerra en los escenarios económicos: menor crecimiento y mayor inflación

ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO DE LA CRISIS DE UCRANIA EN ESPAÑA

La guerra entre Rusia y Ucrania frenará la recuperación de la economía española

¿Qué sectores están más afectados por el conflicto de Ucrania?

Incertidumbre geopolítica y crecimiento económico: el impacto indirecto del conflicto de Ucrania en España

Claves del Plan de Choque: ¿qué medidas se van a tomar en España para paliar el impacto de la guerra de Ucrania?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Abril 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 Bustamante
Coordinadoras del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
31 de marzo de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización*
Ricard Murillo Gili

11 *Rusia pone en jaque el escenario del petróleo mundial*
Beatriz Villafranca

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *La dependencia europea de Rusia: una cuestión primaria*
Clàudia Canals, Luís Pinheiro de Matos y Rita Sánchez Soliva

19 *Impacto de la guerra en los escenarios económicos: menor crecimiento y mayor inflación*
Rita Sánchez Soliva

23 ECONOMÍA ESPAÑOLA

25 *La guerra entre Rusia y Ucrania frenará la recuperación de la economía española*
Oriol Carreras Baquer

26 *¿Qué sectores están más afectados por el conflicto de Ucrania?*
Pedro Álvarez, Javier Ibáñez de Aldecoa y Judit Montoriol

27 *El encarecimiento de la energía, un lastre también para la balanza por cuenta corriente española*
Nuria Bustamante y Sergio Díaz Valverde

28 *Incertidumbre geopolítica y crecimiento económico: el impacto indirecto del conflicto de Ucrania en España*
Javier Garcia-Arenas y Oriol Carreras Baquer

30 *Claves del Plan de Choque: ¿qué medidas se van a tomar en España para paliar el impacto de la guerra de Ucrania?*
Javier García Arenas

33 ECONOMÍA PORTUGUESA

35 *Portugal: ¿qué impacto tendrá en el crecimiento el conflicto en Ucrania?*
Teresa Gil Pinheiro

El momento de la política fiscal

El fuerte aumento del precio de la energía y de varias materias primas afectará nuestra capacidad productiva y de consumo. Ya lo está haciendo, es evidente. Digámoslo claro: el conjunto de la población europea nos hemos empobrecido. Como somos unos grandes importadores de estos bienes, y ahora son más caros, podemos gastar menos en otras cosas.

No solo eso. El encarecimiento de estos productos afecta de manera muy distinta a unos sectores y a otros. Los más intensivos en energía son los que más están sufriendo el aumento de su coste. Varios subsectores agroalimentarios también padecen el fuerte aumento de varias materias primas clave para su proceso productivo. También distintos tipos de hogares se ven afectados de forma muy asimétrica. Los hogares con menores ingresos dedican el grueso de sus recursos a comprar bienes básicos, que son precisamente los que más están aumentando de precio.

Una vez más, la política económica vuelve a ser clave para hacer frente a una situación extremadamente compleja. En las dos últimas crisis, la política monetaria ha jugado un papel muy importante: se han rebajado los tipos de interés hasta situarlos en terreno negativo y se han comprado grandes cantidades de activos en los mercados financieros.

Pero esta vez la política monetaria ni puede ni debe ser el principal instrumento con el que hacer frente a la crisis derivada de la guerra en Ucrania. No puede, porque los tipos de interés ya están en niveles muy bajos. Y tampoco puede porque la elevada inflación obliga a los bancos centrales a actuar con la máxima prudencia. Cualquier movimiento que ponga en duda su compromiso con la estabilidad de precios podría hacer que el *shock* inflacionista acabara siendo más costoso y más difícil de controlar.

Al contrario, si los bancos centrales no reaccionaran ante la escalada de precios y dieran a entender que toleran niveles de inflación más elevados, anticiparíamos que la inflación probablemente estaría por encima del objetivo del BCE no solo hoy, sino también en el futuro. Y eso pondría en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación, propiciando efectos de segunda ronda en forma de presiones salariales y aumentos de precios más persistentes para sostener los márgenes empresariales. Al final, la capacidad de compra de la población no cambiaría, pero pasaríamos a movernos en un mundo con una inflación más alta que, muy probablemente, provocaría una respuesta más contundente por parte del banco central para recuperar las riendas.

Además, la política monetaria no es el instrumento más adecuado para luchar contra crisis económicas que afectan de manera muy diferente a distintos sectores y a distintos colectivos. Cuando los bancos centrales mueven los tipos de interés, modifican las condiciones financieras para el conjunto de la población, no para algunos sectores o colectivos concretos. Y esta es, sobre todo, una crisis asimétrica. Así, el protagonismo lo debe tomar la política fiscal que, además de intentar parar el golpe, debe intentar repartir el *shock* de la forma más equitativa posible entre la población.

Por tanto, un principio que deben seguir las medidas que se deben tomar en esta crisis es que sean granulares y focalizadas a los sectores y colectivos más afectados. Además, dado el elevado nivel de deuda pública, y el carácter transitorio que esperamos que tenga esta crisis, deberían ser delimitadas en el tiempo, de manera que el gasto público no aumentara de forma estructural. De hecho, sería deseable que fueran acompañadas de una planificación fiscal a medio plazo para atajar cualquier duda sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

También es importante que las medidas que se tomen intenten, en la medida de lo posible, que el *shock* inflacionista sea lo menos persistente posible. En este sentido, en algunos casos pueden ser preferibles medidas acotadas que ayuden directamente a las empresas a amortiguar el fuerte aumento de sus costes de producción que las medidas que compensan a los hogares por el aumento de los precios. Si la presión sobre el aumento de precios se ataja directamente, la probabilidad de que se generen los llamados efectos de segunda ronda, que alargan el *shock* inflacionista, es menor. La revisión del mecanismo de fijación del precio de la electricidad, para mitigar el impacto que sobre él tiene el precio del gas, sería parte de este universo de intervenciones, aunque no se trata estrictamente de una medida de política fiscal (es más bien una medida regulatoria o cuasifiscal).

Así, el abanico de medidas que se deben considerar es muy amplio y también incluye ajustes en los tipos impositivos, ayudas directas a los sectores y colectivos más afectados, y un pacto de rentas que distribuya lo mejor posible los costes de esta crisis entre la población y las empresas y que evite alargar las presiones inflacionistas. El grueso de las medidas aprobadas por el Gobierno va en esta dirección, y deberá ir ajustándose en función de la evolución del conflicto y de su impacto económico.

Más allá de la respuesta de política económica a corto plazo, imprescindible para amortiguar el golpe, esta crisis nos está mostrando una importante fuente de vulnerabilidad de nuestra economía: la elevada dependencia energética. Es perentorio acelerar al máximo el programa de transición energética que ya se había diseñado bajo el paraguas de los fondos NGEU, repriorizando el calendario de su implementación, si es necesario, y utilizando al máximo los fondos disponibles. Tanto a corto como a medio plazo, es el momento de la política fiscal.

Oriol Aspachs
Abril 2022

Cronología

MARZO 2022

1-31 Prosigue la guerra en Ucrania, las negociaciones de paz y las sanciones.
Crisis de refugiados (más de 4 millones de ucranianos se han refugiado fuera de Ucrania).
23 Los talibanes mantienen el veto a la educación secundaria de las mujeres.

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.

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.

Agenda

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).

MAYO 2022

3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
Portugal: índice de producción industrial (marzo).
3-4 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
6 España: índice de producción industrial (marzo).
Portugal: *rating* Fitch.
11 Portugal: empleo y desempleo (1T).
13 Portugal: índice de costes laborales (1T).
17 España: comercio exterior (marzo).
19 Portugal: indicadores coincidentes (abril).
20 Portugal: *rating* Moody's.
Japón: PIB (1T).
26 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
30 España: avance del IPC (mayo).
España: ejecución presupuestaria del Estado (abril).
Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
31 Portugal: desglose del PIB (1T).

Turno para los bancos centrales

El oficio de banquero central se ha ido complicando en los últimos años, no solo por la dificultad de compaginar objetivos de crecimiento, inflación y estabilidad financiera, sino también por el desafío que ha supuesto la concatenación de tres grandes crisis de naturaleza muy diversa en la última década y media (financiera, COVID y conflicto bélico), con efectos heterogéneos sobre las dinámicas de precios. Si hace dos escasos años la preocupación de las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico todavía eran los riesgos deflacionistas, que obligaron a utilizar de manera profusa herramientas no convencionales para intentar salir de la trampa de la liquidez, ahora el reto es cómo afrontar el proceso más intenso de subida de precios de las últimas cuatro décadas. Hoy todavía está en vigor el mayor despliegue expansivo de la política monetaria de la historia y se encuentra en periodo de prueba el reciente cambio de estrategia realizado por los dos grandes bancos centrales del mundo que, no olvidemos, pretendía facilitar un ajuste al alza de las expectativas de inflación. Por tanto, el punto de partida incrementa el desafío de afrontar un *shock* de oferta, intentando minimizar los efectos sobre la actividad y la estabilidad financiera del inevitable camino hacia la neutralidad.

Además, el problema es que el aumento del precio de las materias primas como consecuencia del conflicto de Ucrania se desencadena cuando la inflación ya mostraba desde hace más de un año los efectos de los cuellos de botella en las cadenas de producción globales. Es decir, el momento en el que se produce la perturbación es diferente al de otros episodios parecidos de las últimas décadas, pues coincide con una inflación que supera el 5% en buena parte de los países desarrollados, tras meses de sorpresas negativas en el comportamiento de los precios.

La realidad es que cuando combinamos una oferta mundial incapaz de adaptarse al repunte de la demanda, cuellos de botella en partes muy sensibles de las cadenas de suministros mundiales, subidas intensas de los precios de las *commodities* (no solo energéticas), incertidumbre geopolítica y unos bancos centrales por detrás de la curva, el cóctel es una amenaza para el anclaje de las expectativas de precios, al amplificar los riesgos de efectos de segunda ronda en las dinámicas de precios. El problema de la inflación actual es que tiene muchas capas y es complicado discernir si el aumento de los precios se está filtrando a los componentes tendenciales, aun utilizando las tradicionales medidas de inflación subyacente.

De ahí que los bancos centrales estén centrando su preocupación en los efectos del conflicto bélico en el comportamiento de la inflación, mientras que su incidencia en el crecimiento parece una preocupación secundaria que, en todo caso, debería tratarse a través de la política fiscal y de rentas. No olvidemos que la autonomía de los bancos centrales, sus objetivos, estrategia y configuración actual son producto de los *shocks* del petróleo de la década de los setenta. O, más bien, de los errores iniciales en la respuesta de la política económica que conllevaron una espiral inflacionista y un proceso de estanflación. Por tanto, teóricamente, la lección debería estar bien aprendida.

Precisamente ese sólido marco institucional creado en la década de los ochenta del pasado siglo, como respuesta a una situación parecida a la actual, debería inmunizar frente a los riesgos de desequilibrios macroeconómicos, y así lo están entendiendo los inversores al anticipar una normalización sin sobresaltos de la política monetaria. Y, esa es la clave, los tipos de interés ya están subiendo de forma generalizada a lo largo de toda la curva de rentabilidades, pero ese endurecimiento de las condiciones financieras se está produciendo con mínimos costes en términos de estabilidad en los mercados. Incluso con alguna sorpresa positiva, como el buen comportamiento de las bolsas después del ajuste inicial tras el inicio de la guerra. Por tanto, de momento, el precio que están pagando los bancos centrales por encontrarse algo por detrás de la curva al inicio de las hostilidades no está siendo muy significativo. Siendo también cierto que la Fed está acelerando la retirada de estímulos, pues tras la primera subida en marzo está anticipando otras seis subidas este año y, sobre todo, un tipo de interés de llegada al final del proceso por encima del nivel de largo plazo considerado como neutral (2,4%, según la propia institución). Se trata del primer reconocimiento de un gran banco central de la necesidad de entrar en zona restrictiva para afrontar los problemas actuales de precios.

En definitiva, la cuestión no es si van a subir los tipos de interés (ya lo están haciendo), sino qué dosis será necesaria para mantener ancladas las expectativas de inflación después del choque energético. Por tanto, más de una década tras el último endurecimiento monetario en Europa (agosto de 2011), parece que la flecha está en el arco y ahora solo queda decidir el momento más adecuado para lanzarla. A partir de ahí, la clave es cómo interactuará una conjunción de tipos de interés, inflación e incertidumbre en niveles mucho más elevados a los que estábamos acostumbrados sobre unas economías altamente endeudadas.

José Ramón Díez

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	2,00	2,50
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	2,30	2,55
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	2,70	3,00
Deuda pública 2 años	3,70	0,96	1,63	0,13	0,62	2,25	2,50
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	2,75	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50	0,00
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Eonia	3,12	0,47	–0,46	–0,47	–0,49	–0,48	0,15
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	–0,45	–0,56	–0,60	–0,49	0,17
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	–0,40	–0,54	–0,58	–0,42	0,27
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	–0,34	–0,52	–0,55	–0,27	0,43
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	–0,26	–0,50	–0,50	–0,13	0,60
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	–0,63	–0,73	–0,69	–0,15	0,50
Deuda pública 10 años	4,30	1,69	–0,27	–0,57	–0,31	0,25	0,80
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	–0,36	–0,57	–0,45	0,63	1,13
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	–0,09	–0,41	–0,25	0,81	1,27
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	1,45	1,80
Prima de riesgo	11	171	71	62	73	120	100
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	–0,34	–0,61	–0,64	0,65	1,22
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	–0,12	–0,45	–0,35	0,89	1,40
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	1,35	1,80
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	110	100
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,10	1,15
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	93,5	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	85,0	69,6

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	3,6	3,7
Países desarrollados	*2,7*	*1,4*	*1,7*	*–4,5*	*5,3*	*3,1*	*2,7*
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	–3,4	5,7	3,2	2,6
Eurozona	2,2	0,8	1,6	–6,5	5,4	2,6	3,1
Alemania	1,6	1,3	1,1	–4,9	2,9	1,2	2,8
Francia	2,2	0,9	1,8	–8,0	7,0	2,9	2,3
Italia	1,5	–0,4	0,5	–9,1	6,6	2,4	2,0
Portugal	1,5	0,3	2,7	–8,4	4,9	4,2	2,8
España	3,7	0,5	2,1	–10,8	5,1	4,2	3,8
Japón	1,4	0,5	–0,2	–4,5	1,7	2,3	1,5
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	–9,4	7,5	3,2	1,1
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*5,0*	*3,7*	*–2,0*	*6,7*	*4,0*	*4,6*
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
India	7,2	6,9	4,8	–7,0	8,9	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	–8,1	–0,3
Turquía	5,4	4,9	0,9	1,6	11,0	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	6,0	3,3
Países desarrollados	*2,1*	*1,6*	*1,4*	*0,7*	*3,4*	*5,3*	*1,9*
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	6,5	2,2
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	5,3	1,5
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	5,3	1,6
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	4,0	1,3
Italia	2,4	1,5	0,6	–0,1	1,9	5,2	1,5
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	5,4	1,8
España	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	6,8	1,1
Japón	–0,3	0,4	0,5	0,0	–0,2	0,9	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	5,5	1,7
Países emergentes	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,1*	*5,8*	*6,9*	*4,8*
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	1,7
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	6,3	14,0	7,5
Turquía	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	19,6	11,0
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	7,6	4,6

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	3,5	4,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,2	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,6	–1,9	4,5	–9,5	4,3	3,1	5,4
Bienes de equipo	4,9	0,0	3,2	–12,9	16,0	2,3	4,9
Construcción	5,7	–3,8	7,1	–9,6	–2,8	1,8	5,7
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,2	–0,3	1,3	–9,0	5,1	3,7	3,5
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	–20,1	14,7	9,9	3,7
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,2	–15,2	13,9	5,8	3,2
Producto interior bruto	**3,7**	**0,5**	**2,1**	**–10,8**	**5,1**	**4,2**	**3,8**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,7	2,6	–7,6	6,7	3,8	2,9
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,6	12,5
Índice de precios de consumo	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	6,8	1,1
Costes laborales unitarios	3,0	0,3	3,1	5,0	1,1	2,2	2,2
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	–0,1	2,4	1,2	1,9	1,2	1,9
Saldo público (% PIB) [1]	0,4	–6,9	–3,1	–10,3	–6,9	–5,5	–4,2

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	4,5	4,0	2,5
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,5	2,1	0,4	4,1	1,8	0,2
Formación bruta de capital fijo	–0,3	–1,2	5,4	–2,7	6,4	4,4	6,6
Bienes de equipo	3,2	2,7	1,6	–6,2	12,5	5,5	6,3
Construcción	–1,5	–3,5	7,7	1,6	4,0	2,7	3,7
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,2	3,0	–5,6	4,8	3,9	2,9
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,1	–18,7	13,1	11,3	12,5
Importación de bienes y servicios	3,6	2,5	5,0	–12,2	12,9	9,5	12,2
Producto interior bruto	**1,5**	**0,3**	**2,7**	**–8,4**	**4,9**	**4,2**	**2,8**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	1,2	–1,9	2,7	1,0	0,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,7	6,5
Índice de precios de consumo	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	5,4	1,8
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	0,7	1,3	1,9
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,5	0,1	–5,8	–2,8	–2,9	–1,5

Previsiones

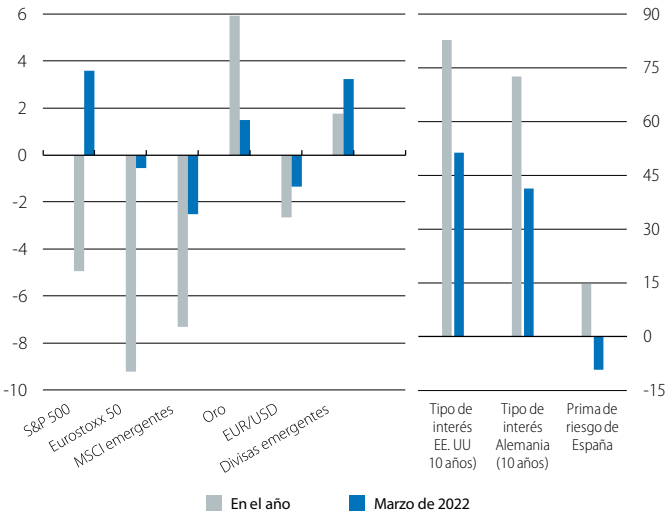
El riesgo de estanflación se filtra en los mercados financieros

Tumultuoso mes marcado por el riesgo geopolítico y la retirada de estímulos. Los mercados financieros continuaron operando bajo un escenario de elevada incertidumbre y volatilidad a medida que los inversores valoraban las implicaciones de la guerra en el crecimiento económico, la inflación y la retirada de estímulos monetarios. De acuerdo con datos preliminares, la crisis parece estar agudizando las presiones alcistas en los precios, vía el encarecimiento de las materias primas y el recrudecimiento de los cuellos de botella, mientras que la recuperación de la demanda se desinfla. En este contexto, los bancos centrales han optado por acelerar las estrategias de normalización de la política monetaria (véase el Focus «Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización» en este informe). En los mercados, estos factores se reflejaron en movimientos ascendentes en las expectativas de inflación y en los tipos soberanos, así como en una fortaleza del dólar frente al euro. Por su parte, las bolsas recuperaron parte de las recientes caídas, si bien bajo una perspectiva muy incierta sobre la evolución de los beneficios empresariales.

Los mercados de *commodities* se mantienen tensionados. La incertidumbre sobre el suministro desde Rusia mantuvo el precio de las materias primas en niveles históricamente elevados, no solo en la energía sino también en los metales industriales y los bienes agrícolas. Así, el barril de petróleo Brent llegó a superar los 120 dólares, niveles no vistos en los últimos 10 años. Por su parte, el precio del gas natural europeo (TTF holandés) también repuntó con fuerza, y acumuló una revalorización del 79% desde comienzos de año. La escalada de precios ha generado una presión entre los países consumidores sobre considerar alternativas en el suministro; la UE anunció acuerdos para la venta de gas natural licuado con EE. UU., mientras que se intensificaron las negociaciones sobre un posible acuerdo nuclear con Irán. Por su parte, la OPEP y sus aliados mantuvieron su hoja de ruta sobre el aumento gradual de su oferta de crudo. En balance, los anuncios no parecen ser suficientes para revertir la fuerte subida registrada en los precios desde inicios de año (véase el Focus «Rusia pone en jaque el escenario del petróleo mundial» en este *Informe Mensual*).

La Fed prevé subir los tipos oficiales al menos siete veces este año. Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal de EE. UU. fue uno de los primeros bancos centrales de las economías avanzadas en responder al conflicto en Ucrania con un adelanto en su estrategia de retirada de estímulos. De este modo, en la esperada reunión de marzo, el banco central no solo anunció la primera subida en los tipos oficiales (de 25 p. b. hasta el intervalo 0,25%-0,50%), sino que también advirtió que prevé subidas similares en cada una de las seis reuniones restantes este año, así como llevar el tipo medio por encima del nivel de largo plazo en 2023 (estimado en el 2,4%, según la Fed). También confirmó que este mismo verano iniciará la gradual reducción en el tamaño del balance. Desde la reunión de

Variables financieras seleccionadas



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

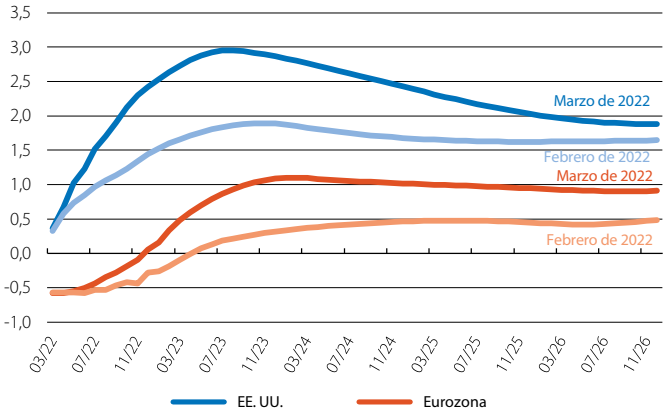
Materias primas

	Medida	Precio	Variación (%)	
			Último mes	En el año
Commodities	Índice	124,4	8,6	25,5
Energía	Índice	45,7	16,0	47,8
Brent	$/barril	107,9	6,9	38,7
Gas Natural (Europa)	€/MWh	125,9	27,7	79,0
Metales preciosos	Índice	234,0	2,7	6,8
Oro	$/onza	1.937,4	1,5	5,9
Paladio	$/onza	2.268,0	–9,0	19,1
Metales industriales	Índice	212,0	12,0	22,6
Aluminio	$/Tm	3.491,0	3,6	24,3
Níquel	$/Tm	32.107,0	32,2	54,7
Agrícola	Índice	72,8	4,0	19,8
Soja	$/bushel	1.618,3	–1,6	21,8
Trigo	$/bushel	1.006,0	8,4	30,5

Nota: *Datos a fin de periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

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

(%)



Nota: Forwards *sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

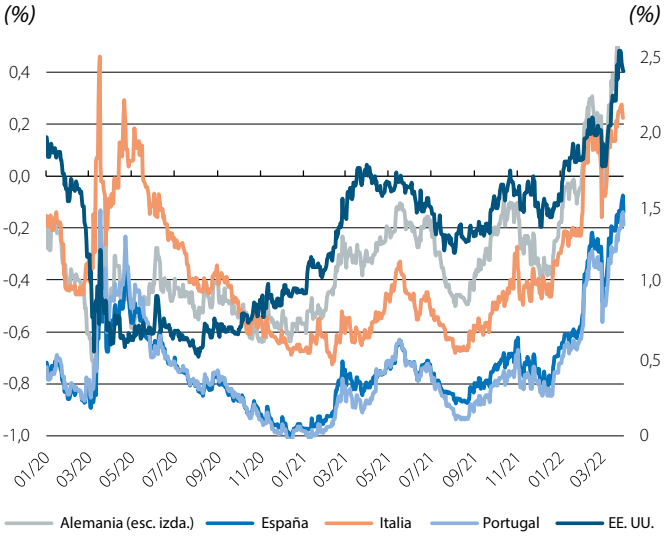
marzo, las declaraciones de los miembros del FOMC han tendido a favorecer subidas de tipos más agresivas para contener la inflación. Como resultado, los inversores han revisado al alza sus previsiones de los tipos oficiales, mientras que la curva del Tesoro estadounidense ha tendido a aplanarse.

El BCE también acelera la retirada de estímulos, pero a un ritmo más lento. Por su parte, el BCE también sorprendió de forma *hawkish* en marzo al anunciar un adelanto en la reducción de las compras netas de activos, tras la revisión al alza en las previsiones de inflación. Así, se realizarán compras de 40.000 millones de euros bajo el APP en abril, 30.000 millones en mayo y 20.000 millones en junio, una revisión sustancial respecto a lo anunciado en febrero. En adelante, las compras dependerán de la evolución de los datos, pero el BCE aclaró que podrían finalizar durante el 3T. En cuanto a los tipos oficiales, el BCE espera realizar la primera subida «un tiempo después» del fin de las compras netas. Sobre este aspecto, los discursos de los miembros del BCE en las últimas semanas han puesto de manifiesto divergencias importantes en el Consejo de Gobierno sobre cuándo iniciar el ciclo de subidas, aunque parece haber consenso en que el proceso debe ser gradual y flexible, lejos de lo anunciado por la Fed. Los mercados monetarios descuentan que el BCE aprobará subidas de, al menos, 50 p. b. al cierre de año. Por otra parte, el Banco de Inglaterra aprobó una nueva subida de tipos del 25 p. b., aunque se mostró cauteloso sobre medidas adicionales.

Mientras, los inversores venden bonos soberanos y compran acciones. Como se señaló anteriormente, la retórica *hawkish* de los bancos centrales y el tensionamiento en las presiones inflacionistas incidieron en un ascenso pronunciado en los tipos de la deuda soberana, principalmente a través del incremento de las expectativas de inflación. De este modo, la rentabilidad del *bund* alemán alcanzó el 0,6%, máximo en los últimos cuatro años, mientras que las primas de riesgo de la deuda de la periferia de la eurozona se mostraron estables. Además, S&P confirmó el *rating* soberano de España en A, y mejoró su perspectiva a «estable». El movimiento de *sell-off* en la deuda soberana tendió a favorecer las bolsas internacionales, sobre todo en EE. UU., donde el sentimiento del inversor se vio respaldado por la solidez de los datos económicos.

Los mercados emergentes sortean las turbulencias de marzo. En Moscú, el índice bursátil de referencia (MOEX) registró un avance del 9% desde su reapertura parcial el 24 de marzo, al tiempo que el rublo atenuó las pérdidas frente al euro y el dólar, sostenido, en parte, por los pagos puntuales en el servicio de la deuda externa y por el anuncio de Putin de exigir el pago del gas en rublos. En otros mercados emergentes, las divisas también se recuperaron frente al dólar, si bien el tensionamiento en las presiones inflacionistas y la narrativa más *hawkish* por parte de la Fed llevaron a algunos bancos centrales a aprobar nuevas subidas en los tipos oficiales. Por último, en China, las autoridades se mostraron a favor de nuevas medidas de apoyo a la economía y a los mercados, anuncios que apoyaron a la bolsa y al yuan y ayudaron a suavizar el efecto negativo del rebrote de COVID.

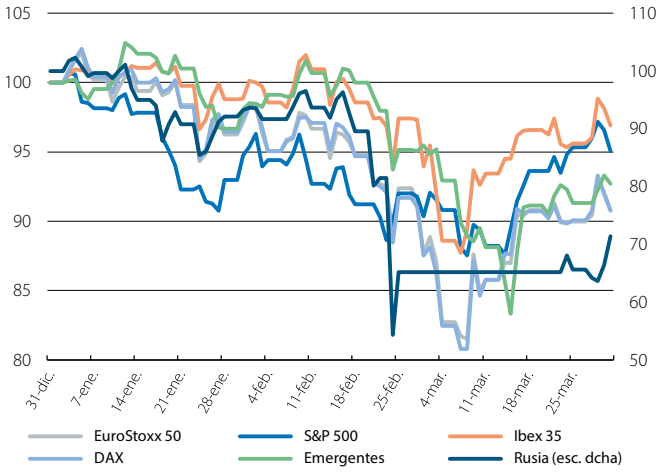
Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Nota: *EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.*

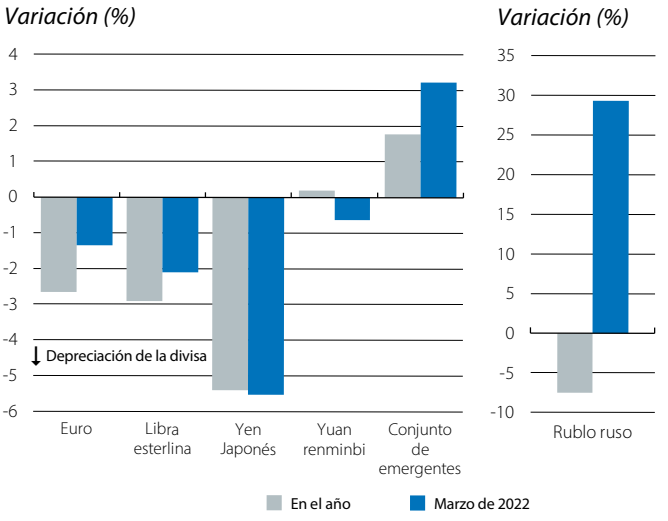
Principales índices bursátiles

Nivel (100 = 31 diciembre 2021)



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

Divisas frente al dólar



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

Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización

La inflación en las principales economías avanzadas se encuentra en tasas inusualmente elevadas. A ello han contribuido, entre otros, el alza de los precios energéticos y los cuellos de botella, fruto de las limitaciones de la oferta para satisfacer la rápida recuperación de la demanda de bienes. En este contexto, los bancos centrales se han puesto manos a la obra y se encuentran inmersos en su proceso de normalización de la política monetaria, aunque a ritmos distintos. En marzo, la Reserva Federal de EE. UU. subía los tipos de interés en 0,25 p. p., anunciaba que espera acometer un ciclo de subidas mucho más agresivo que el visto entre 2015 y 2018 y sugería que la reducción del balance podría iniciarse entre mayo y junio. En contraste, el BCE se limitó a anticipar que aumentaría el balance más gradualmente y que, posiblemente, a partir del 3T lo mantendría constante, una decisión que debe preceder a futuras subidas de tipos de interés.

Las diferencias entre la Fed y el BCE

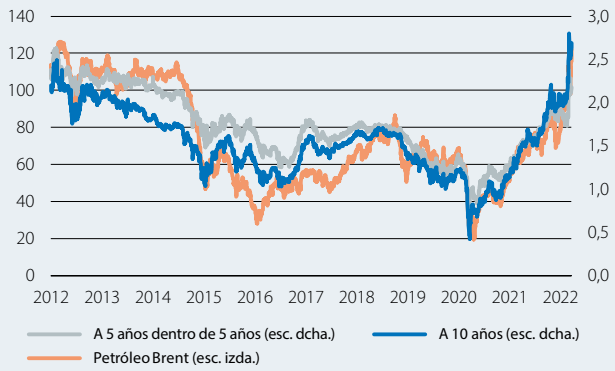
Diversos elementos explican el distinto momento en el proceso de normalización de ambos bancos centrales. El primero es la diferencia en el origen de las presiones inflacionistas. Si bien la elevada inflación de EE. UU. y la eurozona comparten algunas causas, como el alza de los precios energéticos, en EE. UU. la inflación subyacente se encuentra en tasas mucho más elevadas (6,4% comparado con el 3,0% de la eurozona). Un factor clave para explicar que esta inflación subyacente más elevada en EE. UU. es una mayor incidencia de los cuellos de botella, consecuencia de unas ayudas fiscales directas más amplias y generosas que en la eurozona. Asimismo, el mercado laboral, clave para explicar las presiones inflacionistas a medio plazo, se encuentra mucho más tensionado en EE. UU. que en la eurozona. Si bien la tasa de paro en ambas regiones se encuentra por debajo del nivel prepandemia, en EE. UU. algunos indicadores apuntan a un tensionamiento mucho más elevado (por ejemplo, los aumentos salariales en EE. UU. están siendo superiores al 5%, mientras que en la eurozona están siendo inferiores al 2%).[1]

El segundo elemento que explica la respuesta más agresiva de la Fed en comparación con la del BCE es el menor impacto de la guerra de Ucrania en la economía estadounidense. Dada su distancia y su menor dependencia energética de Rusia,[2] la economía de EE. UU. está más aislada del impacto de la guerra que la de la eurozona, aunque sus efectos también se dejarán notar tanto a través de los mayores precios energéticos como a través de la menor confianza de los hogares y las empresas.

1. Véase para más detalles «La Gran Renuncia: ¿cambio de paradigma en el mercado laboral americano?» en el IM02/2022.
2. De hecho, EE. UU. es un exportador neto de energía según datos de la Administración de Información Energética de EE. UU.

Eurozona: expectativas de inflación a largo plazo y precio del petróleo

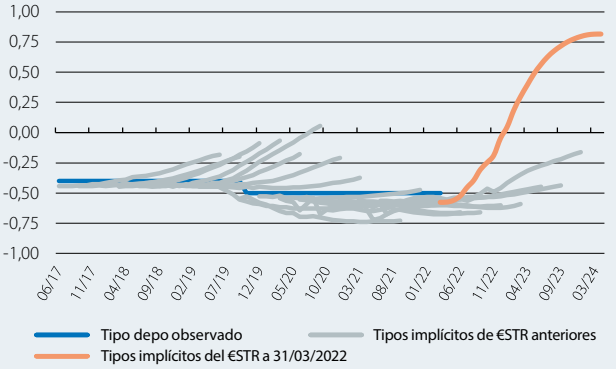
(Dólares por barril) *(%)*



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

Eurozona: tipo sobre la facilidad de depósitos del BCE e implícitos sobre el €STR

(%)



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

Queda claro que el BCE y la Fed se encuentran en situaciones distintas. El BCE, preocupado por las presiones inflacionistas pero convencido de que no llega tarde para evitar que la inflación se encarame a medio plazo por encima de su objetivo. La Fed, que seguramente va tarde, preocupada por atajar una dinámica de precios alejada de sus objetivos.

BCE: evitar que se desanclen las expectativas de inflación

Así, teniendo en cuenta su objetivo de inflación, el BCE está retirando los estímulos monetarios de forma mucho más gradual que sus homólogos en otras economías avanzadas, pero parece decidido a normalizar su política monetaria. Por ejemplo, en cuanto a las compras de activos, el BCE adquirió bajo el APP y el PEPP un total de 1,11 y 1,09 billones de euros en 2020 y 2021, respectivamente, mientras que en 2022 esta cifra podría verse reducida hasta los 0,27 billones. Asimismo, la probabilidad de que el BCE realice su primera subida de tipos desde 2011 en los próximos 12 meses es muy elevada.

El principal objetivo de esta normalización es evitar que las expectativas de inflación a medio plazo se desvíen del objetivo de inflación del 2%, en este caso, por una desviación al alza. Si bien en los últimos años las expectativas de inflación a largo plazo apuntaban a niveles bastante por debajo del 2%, en los últimos meses estas han aumentado hasta situarse alrededor del objetivo. El verano pasado ya se produjo un primer repunte cuando el BCE ajustó su estrategia y dio a entender que sería algo más permisivo con la inflación. Y en las últimas semanas se ha vuelto a producir un nuevo aumento debido al conflicto en Ucrania, que, más allá del impacto en el precio de la energía a corto plazo, se espera que contribuya a aumentar la inflación subyacente a medio plazo.

De todas formas, la guerra en Ucrania es un *shock* que genera mucha incertidumbre sobre la economía, y también sobre la respuesta que le deberá dar el BCE. Si bien el conflicto aviva las presiones inflacionistas, sobre todo a corto plazo, también puede debilitar la actividad económica y afectar negativamente a la inflación a medio plazo. En este contexto incierto, es probable que el BCE decida actuar con cautela y, aunque cese las compras netas de activos bajo el APP en la segunda mitad del año, no realice necesariamente la primera subida de tipos tan pronto como están cotizando actualmente los mercados financieros.

Fed: el equilibrio entre enfriar la economía y provocar una recesión

La Fed, por su parte, con el ciclo de subidas de tipos previsto, de al menos 1,75 p. p. en el conjunto del año y llevando los tipos de interés al terreno restrictivo (por encima del 2,4%, que es el nivel que el votante mediano del FOMC considera de equilibrio a largo plazo) en 2023 y 2024, pretende restablecer la estabilidad de precios sin necesariamente arrastrar la economía estadounidense a una recesión. Encontrar el equilibrio para evitar una recesión será una ardua tarea para los miembros del FOMC.

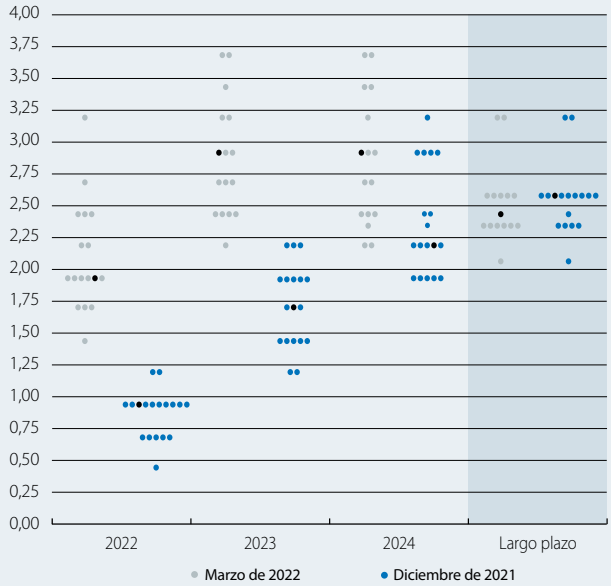
Para evaluar la probabilidad que los mercados financieros le asignan a una recesión en los próximos años, solemos fijarnos en el diferencial entre el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años y otros vencimientos inferiores. Normalmente, el que mejor ayuda a predecir recesiones para los siguientes 12 meses es el diferencial entre la deuda a 3 meses y la deuda a 10 años y este todavía no da una señal de recesión.[3] Sin embargo, el diferencial entre la deuda a 2 y 10 años ya se encuentra en niveles muy bajos (e incluso momentáneamente se ha invertido) y sugiere que los mercados financieros podrían estar aumentando la probabilidad de una recesión en los próximos años, consecuencia, por ejemplo, de un endurecimiento agresivo de la política monetaria por parte de la Fed. Así, pese a la firme decisión de Jerome Powell de subir los tipos de interés –acorde con realizar incluso alguna subida de tipos de 0,50 p. p.–, creemos que la Fed no podrá ignorar estos indicadores y deberá andar con pies de plomo, sobre todo, si la inflación, tal y como esperamos, se modera hacia niveles más cercanos al 2% a principios de 2023. Pero lo cierto es que en un entorno con una elevada incertidumbre geopolítica, volatilidad en el precio de las materias primas y cuellos de botella en la producción, los bancos centrales deberán tener mucha flexibilidad para responder a las necesidades de cada momento.

Ricard Murillo Gili

3. El tipo sobre la deuda a 3 meses está muy ligado al tipo oficial de la Reserva Federal y este todavía se encuentra muy cerca del 0%, mientras que el tipo a 10 años está alrededor del 2,5%. Para más detalles, véase «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.» en el IM05/2018.

Reserva Federal: evolución esperada de los tipos de interés

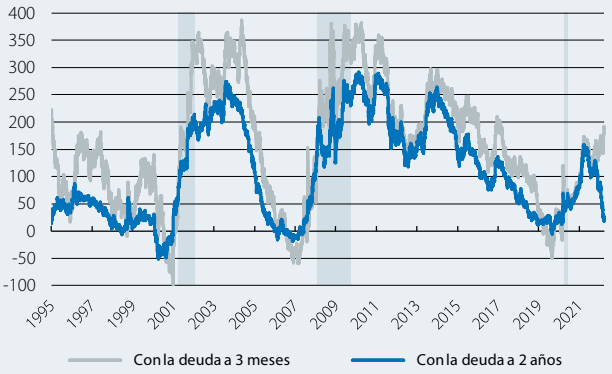
(%)



Notas: *Cada punto representa un votante del Comité Federal del Mercado Abierto de la Reserva Federal. El votante mediano está marcado en negro.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.*

EE. UU.: diferencial del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años

(%)



Nota: *En sombreado gris, marcamos los periodos de recesión económica, según el NBER.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Rusia pone en jaque el escenario del petróleo mundial

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y las sanciones impuestas sobre Rusia han puesto de manifiesto la vulnerabilidad del modelo de crecimiento mundial a los *shocks* de oferta energéticos.[1] El precio del barril de Brent desde el comienzo de la contienda se ha encarecido más de un 15% y se mantiene cómodamente por encima de los 100 dólares, alcanzando niveles no vistos en la última década (máximos cercanos a los 130 dólares). La presión sobre los precios ha sido consecuencia del aumento de la incertidumbre en torno a la capacidad y voluntad de Rusia de mantener su oferta y a las dificultades derivadas de las sanciones para pagar por el crudo ruso. Algunos países, como EE. UU. y el Reino Unido, han vetado la importación de este petróleo, por ejemplo.

Rusia es un actor principal en el mercado del petróleo

Según la Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés), Rusia se posiciona como el tercer productor mundial de petróleo, después de EE. UU. y Arabia Saudí, y el segundo exportador, por detrás de este último. En 2021, la producción de petróleo[2] ruso alcanzó de media los 10,5 millones de barriles al día (b/día), cerca de un 10% del total mundial, y sus exportaciones alcanzaron el 8% del total del sector.

Los primeros datos desde el comienzo de la guerra, relativos a la actividad petrolífera de Rusia, parecen confirmar las sospechas de los organismos internacionales que alertaron tanto de la posible moderación de la producción como del descenso de los flujos de crudo a otros países a corto plazo, en este caso derivados del rechazo internacional a su comercio. En concreto, la IEA y el consenso de analistas del sector coinciden en apuntar a una posible retirada del mercado mundial de unos 3 millones de b/día de crudo ruso en los próximos meses, la quinta parte de su producción. Esto supondría uno de los *shocks* en la oferta más relevantes desde la crisis de los años setenta.

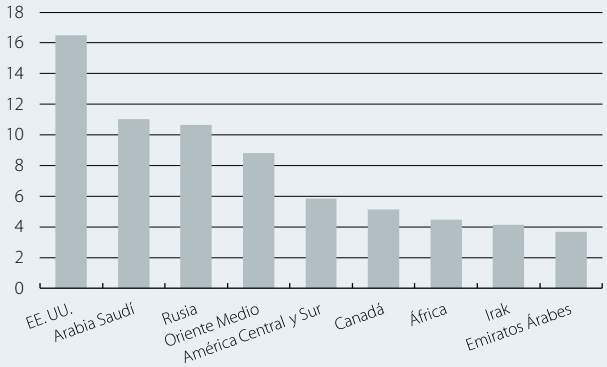
Por el lado de la demanda, la ralentización de la actividad económica en un contexto de incertidumbre, los esfuerzos por reducir el consumo de crudo ruso y sustituirlo, no solo por crudo de otras partes del mundo sino también por otras fuentes de energía, y el impacto de ómicron sobre China han motivado la revisión a la baja de las estimaciones sobre la demanda global de petróleo para 2022 (en marzo, la IEA redujo su previsión en 1,3 millones b/día hasta los 99,7 millones b/día). Ciertamente, este aspecto disminuye el desequilibrio entre oferta y demanda, pero no es suficiente.

¿Qué alternativas reales hay sobre la oferta y la demanda?

Ante este potencial desequilibrio en los mercados energéticos, las principales alternativas desde el lado de la oferta que se plantean son las siguientes. Una de las opciones que compensaría parte del déficit de crudo ruso sería el aumento de la producción de la OPEP y sus aliados. Inicialmente, requeriría un giro en la estrategia de control de la oferta que la organización ha mantenido desde la pandemia (basada en el incremento gradual de 400.000 b/día por mes para sostener los precios del barril), aunque se toparía con la reducida capacidad productiva ociosa de la mayoría de los países, a excepción de Arabia Saudí, Emiratos Árabes y Kuwait. En concreto, se estima que conjuntamente los tres podrían incrementar su oferta en 2,1 millones b/día en tres meses. Y, además, en esta ocasión, los

*Países productores de petróleo * (2020)*

(Millones de barriles/día)



Notas: ** Incluye la producción de petróleo Brent,* shale, sand *y gas natural (condensado y licuado). Oriente Medio, excepto Arabia Saudí, Emiratos Árabes e Irak. África, solo Argelia, Angola y Nigeria.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BP Statistical Review of World Energy (julio de 2021).*

Principales eventos que han afectado en la oferta de crudo

Evento	Año	Máximo descenso de la oferta (millones b/día)
Ataques terroristas Abqaiq	2019	5,7
Revolución en Irán	1978	5,6
Embargo Arabia Saudí	1973	4,3
Guerra Irak-Kuwait	1990	4,3
Guerra Irán-Irak	1980	4,1
Huelga petrolífera en Venezuela	2002	2,3
Guerra en Irak	2003	2,3
Prohibición de exportaciones en Irak	2001	2,2

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

1. A pesar de que la relación entre energía y PIB, medida a través de la ratio de barril de crudo por unidad de producción, ha descendido a nivel mundial desde la crisis del petróleo de la década de los setenta desde el 60% al 30% en los últimos años.
2. Incluye la producción de petróleo tipo crudo y de productos refinados.

dos principales productores del Golfo Pérsico han rehusado modificar las bases de los acuerdos de la OPEP y aliados, entre los que se encuentra Rusia.

Otra opción pasaría por el incremento del bombeo de *shale* (esquisto) en EE. UU. Pero la puesta en marcha de nuevos pozos y la dinamización de los existentes a gran escala requeriría una fuerte inversión, pública y privada, y se enfrentaría, a corto plazo, a los cuellos de botella de la cadena de suministros y a la escasez de mano de obra.

Adicionalmente, el Gobierno estadounidense ha comenzado la negociación de un nuevo pacto nuclear con Irán que, de alcanzarse, facilitaría la exportación del crudo iraní, aproximadamente 1,3 millones de b/día, aunque se prevé que su llegada a los mercados energéticos sería lenta y gradual. Finalmente, la alternativa que se presenta más viable a corto plazo para aliviar las tensiones de la oferta sería la propuesta de varios países del G-7 de liberar parte de sus reservas estratégicas de petróleo. Esta idea, que fue tomando fuerza durante la recta final de marzo, culminó con el anuncio de EE. UU. de liberar 1 millón de b/día durante los próximos seis meses (cifra que se estima que podría aproximarse al 30% del total de sus reservas estratégicas). No obstante, algunos cálculos apuntan a que esta medida sería tan solo efectiva unos meses.[3]

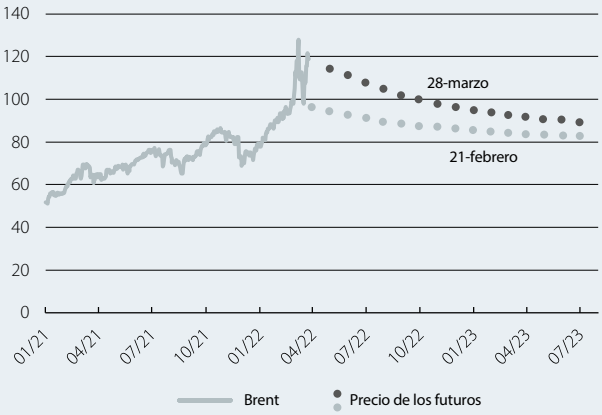
Si miramos la otra cara de la moneda, la de la demanda, nos encontramos con una baza que en otras crisis energéticas no había tenido tanta relevancia: China. Se trata del primer importador mundial de petróleo y productos refinados, con una cuota en el mercado global cercana al 16%. En 2021, la media diaria de sus importaciones de crudo ascendió a 10 millones de barriles, de los cuales 1,6 millones tenían origen en Rusia. En la coyuntura bélica, ante la necesidad de Rusia de capitalizar parte de su producción (incluso a precios con descuento) y las reticencias de Occidente a su crudo, se estima que China podría incrementar el volumen de las compras de petróleo ruso en unos 2 millones de b/día, y liberaría así parte de la oferta de otros países productores. Esta opción se presenta a corto plazo como la más factible, siendo mutuamente beneficiosa para Rusia y China,[4] aunque se encontraría con obstáculos geográficos para su transporte y su almacenamiento, aspectos que ralentizarían y encarecerían el proceso.

Un futuro incierto y caro

En suma, el futuro del mercado de petróleo para los próximos meses se presenta incierto y repleto de trabas, principalmente por el lado de la oferta, que podrían seguir manteniendo la presión al alza sobre el precio del crudo. El desequilibrio en las existencias de crudo que pueda generar la guerra y las sanciones impuestas a Rusia y la propia idiosincrasia del sector petrolífero tras la pandemia (capacidad libre de producción limitada y falta de inversión) nos han llevado a elevar nuestras previsiones sobre el precio medio del barril de Brent en 2022 a los 105 dólares, desde los 89 anteriores.

Beatriz Villafranca

Precio del barril de Brent
(Dólares)



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

3. Véase, Reserva Federal de Dallas (marzo de 2022). «The Russian Oil Supply Shock of 2022».
4. China podría adquirir el crudo ruso tipo Ural, de mayor calidad que otros, a precios inferiores a los de mercado. Rusia ingresaría yuanes, complemento para sus reservas en divisa extranjera y mejora para su posición por cuenta corriente.

Tipos de interés (%)

	31-marzo	28-febrero	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	–0,46	–0,53	8	11,4	8,0
Euríbor 12 meses	–0,07	–0,35	28	42,8	41,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	–0,45	–0,66	22	19,3	15,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	–0,07	–0,53	46	54,6	63,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,55	0,14	41	72,5	87,6
Deuda pública a 10 años (España)	1,44	1,12	32	87,1	112,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	1,35	1,00	35	88,7	114,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	0,50	0,25	25	25,0	25,0
Líbor 3 meses	0,96	0,50	46	75,2	76,2
Líbor 12 meses	2,10	1,29	81	151,8	182,1
Deuda pública a 1 año	1,60	0,98	62	121,9	153,4
Deuda pública a 2 años	2,33	1,43	90	160,2	217,6
Deuda pública a 10 años	2,34	1,83	51	82,8	66,8

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

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	71	2	25,3	22,5
Itraxx Financiero Sénior	81	81	0	26,1	22,9
Itraxx Financiero Subordinado	153	152	2	45,3	48,1

Tipos de cambio

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,107	1,122	–1,4	–2,7	–6,0
EUR/JPY (yenes por euro)	134,670	129,010	4,4	2,9	3,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,842	0,836	0,8	0,1	–1,1
USD/JPY (yenes por dólar)	121,700	115,000	5,8	5,8	10,0

Materias primas

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	634,4	609,5	4,1	9,7	25,6
Brent ($/barril)	107,9	101,0	6,9	38,7	66,4
Oro ($/onza)	1.937,4	1.909,0	1,5	5,9	12,0

Renta variable

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.530,4	4.373,9	3,6	–4,9	12,7
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.902,5	3.924,2	–0,6	–9,2	–1,1
Ibex 35 (España)	8.445,1	8.479,2	–0,4	–3,1	–1,5
PSI 20 (Portugal)	6.037,0	5.563,1	8,5	8,4	21,3
Nikkei 225 (Japón)	27.821,4	26.526,8	4,9	–3,4	–5,3
MSCI emergentes	1.141,8	1.171,3	–2,5	–7,3	–14,5

Las consecuencias inmediatas de la guerra en Ucrania

El impacto global del conflicto Rusia-Ucrania: primer capítulo. Las consecuencias humanas de la guerra en Ucrania ya son bien visibles en el primer mes de conflicto. Desde el punto de vista económico, los países más afectados serán Ucrania (por la destrucción que está suponiendo esta guerra) y Rusia (por las sanciones impuestas por sus principales socios comerciales). No obstante, los efectos de la guerra se notarán en muchas otras geografías. De hecho, sus efectos más inmediatos ya empiezan a ser visibles: los precios de las principales materias primas se han disparado, añadiendo más presión inflacionista, incertidumbre y tensión social por todo el mundo. En esta línea, en el primer mes de conflicto, el precio promedio del petróleo fue un 19% superior al registrado en el mes anterior, y el del gas natural, un 64%. Por su parte, el índice de riesgo geopolítico GPR repuntó hasta niveles no vistos desde la guerra de Irak.

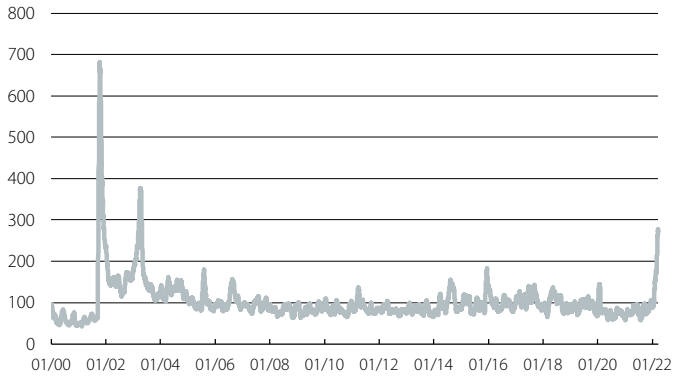
Un impacto global... pero desigual. El «barómetro» de indicadores disponibles ya muestra un sesgo importante. Así, mientras que en marzo el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) cayó en la eurozona (54,5 *vs.* 55,5 en febrero), avanzó de forma considerable en EE. UU. (58,5 *vs.* 55,9). En concreto, en la eurozona, el índice PMI mostró un deterioro significativo de las perspectivas, con aumentos de costes generalizados y un recrudecimiento de los cuellos de botella. En el detalle sectorial, la industria manufacturera se confirma como la principal afectada, aunque los servicios también ralentizaron su crecimiento. En la misma línea, también se debilitó el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea de la mano de un deterioro de la confianza de los consumidores, la industria y el comercio minorista.

El Este europeo muestra señales de debilidad económica. En Polonia y República Checa, los indicadores de confianza se han deteriorado fuertemente en marzo y alrededor de un 50% de las empresas polacas en algunos sectores manufactureros (como la fabricación de metales o equipos de transporte) señalan ya problemas de suministro de materias primas entre los principales factores que limitan la producción. Entre los países más expuestos a posibles problemas de suministro derivados del conflicto están los países bálticos, Bulgaria y Chipre, todos con fuertes vínculos a Rusia, sea por la dependencia de sus materias primas, por vínculos del sector manufacturero o incluso de los servicios (véase a este respecto el Focus «La dependencia europea de Rusia: una cuestión primaria» en este *Informe Mensual*).

Eurozona: menos crecimiento, más inflación y más incertidumbre. Aunque cualquier previsión económica en estos momentos se deba coger con pinzas, el aumento de la factura energética y de la incertidumbre generada por el estallido de la guerra en Ucrania supondrán un menor crecimiento económico en 2022 y una mayor inflación. En este sentido, revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para la eurozona en 1,4 p. p., hasta el 2,6%, y revisamos al alza la previsión de inflación en casi 1,0 p.p., hasta el 5,3%, un nuevo máximo desde el inicio de la serie en 1997. Por países, la revisión a la baja más sustancial del crecimiento para 2022 es para la economía alemana (−2,1 p. p., hasta el 1,2%), por su mayor dependencia de suministros

Global: índice de riesgo geopolítico

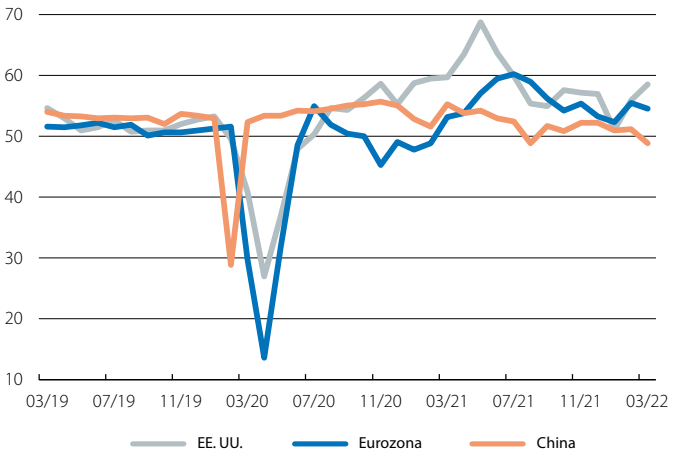
Nivel (100 = promedio del periodo 1985-2019)



Notas: *El índice de riesgo geopolítico (GPR) se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos. Un valor más elevado del índice señala un mayor aumento del riesgo geopolítico.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», American Economic Review, abril, 112(4), pp.1.194-1.225 (datos descargados desde https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm el 25 de marzo de 2022).*

Global: PMI

Nivel



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit y Oficina Nacional de Estadísticas de China, via Refinitiv.*

Global: monitor de inflación

	Último valor	Promedio 2021	Promedio 2020	Promedio 2019	Promedio 2014-2018	Promedio 2000-2020
Globales						
Índice Dry Baltic (nivel)	2.358	2.963	1.085	1.325	990	2.259
Coste de contenedor FBX índice global ($)	9.743	7.180	1.800	1.357	1.336	1.471
Índice de precios metales industriales (nivel)	212,0	156,6	111,0	116,0	117,0	127,2
Petróleo Brent ($ barril)	107,9	71,5	41,6	64,6	65,1	64,3
Gas natural: Henry Hub ($ MBTU)	5,6	3,2	2,4	2,4	3,3	4,3
Gas natural: TTF (€/MWh)	98,6	32,0	14,3	18,1	16,5	16,4
Índice de seminconductores (nivel)	9,7	63,3	36,8	16,5	24,3	13,6
Índice de alimentos FAO (var. %)	20,7	28,4	3,2	−0,7	−3,9	4,1

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de varias fuentes, vía Refinitiv.*

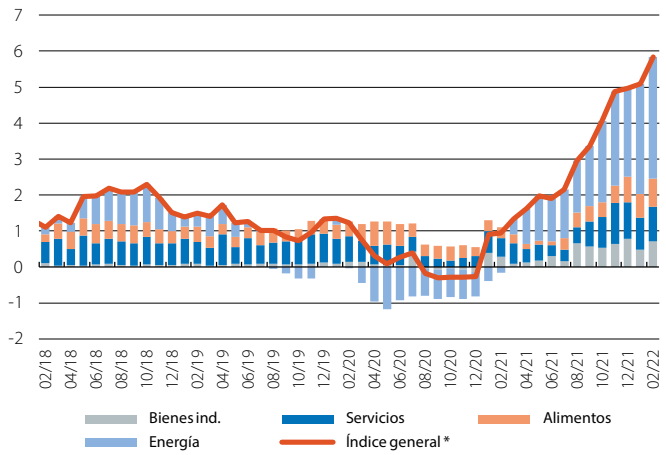
de gas procedentes de Rusia y el mayor peso relativo de la industria manufacturera, un sector especialmente afectado por cuellos de botella y el encarecimiento de las materias primas (véase a este respecto el Focus «Impacto de la guerra en los escenarios económicos: menor crecimiento y mayor inflación» en este mismo *Informe Mensual*). Para EE. UU., cuyos vínculos con Rusia y Ucrania son sustancialmente menores, recortamos previsiones de crecimiento para 2022 en 0,3 p. p. (hasta el 3,2%), debido esencialmente al recrudecimiento de los problemas de suministros globales, la inflación más elevada y el consecuente tensionamiento en las condiciones financieras, esperándose una retirada más rápida de estímulos monetarios.

Inflación: precios de alimentos y de la energía por las nubes, política fiscal activa en la UE. La inflación se ha disparado en la eurozona en marzo, hasta el 7,5%, frente al 5,8% registrado en febrero. Este repunte se ha debido esencialmente a nuevos incrementos en el precio de los alimentos y la energía. En Alemania, donde la inflación general llegó al 7,6% (*vs.* 5,5% en febrero), un máximo de 40 años, el componente energético registró una inflación del 39,5%, frente al 22,5% en febrero. En España, mientras que la inflación general tocó el 9,8% (*vs.* 7,6% en febrero), la subyacente se situó en el 3,4%, señalando que una parte muy significativa del repunte observado en marzo se ha producido en alimentos y energía. Ante estos aumentos, la Comisión Europea ha anunciado el nuevo Marco Temporal de ayudas, ofreciendo amplio margen de maniobra a los Estados miembros para apoyar a las empresas más afectadas por las consecuencias del aumento de los precios energéticos. En este sentido, los paquetes de medidas ya anunciados por distintos países europeos para amortiguar el impacto de los mayores costes de la energía en las empresas y hogares superarían el 0,5% del PIB este año. En Alemania, el Ejecutivo anunció recortes de impuestos sobre los carburantes y subsidios a familias y trabajadores, medidas estimadas en un 0,5% del PIB, mientras que en Francia se anunciaron medidas como recortes en 0,15 céntimos del precio de los carburantes y apoyos a empresas en dificultades, estimadas en un 0,7% del PIB. En EE. UU., donde la inflación ya había tocado el 7% antes del estallido del conflicto y una parte más significativa de esta se encuentra en componentes subyacentes, la Fed ya ha subido tipos y seguirá haciéndolo durante este 2022 (véase la sección de Mercados financieros).

COVID y China: un binomio más de riesgo en el puzle global. Los recientes rebrotes de COVID-19 en importantes centros productivos y logísticos del país, como Hong Kong, Shenzhen o Shanghái nos vuelven a recordar que la pandemia todavía presenta riesgos importantes para la economía global. No debemos olvidar que China es el centro de la cadena manufacturera asiática, y nuevas restricciones en esta región pueden derivar en nuevas presiones sobre unas ya tensionadas cadenas de suministros globales. Asimismo, tras un buen comienzo de año, con indicadores de actividad por encima de lo esperado en enero y febrero, el índice PMI compuesto cayó en marzo hasta los 48,8 puntos (*vs.* 51,2 en febrero), con un desplome de más de 3 puntos del PMI no manufacturero. Teniendo en cuenta el confinamiento en Shanghái anunciado a finales de mes, es probable que la economía china esté sufriendo una mayor contracción de lo sugerido por estos indicadores.

Eurozona: contribución a la inflación por componentes

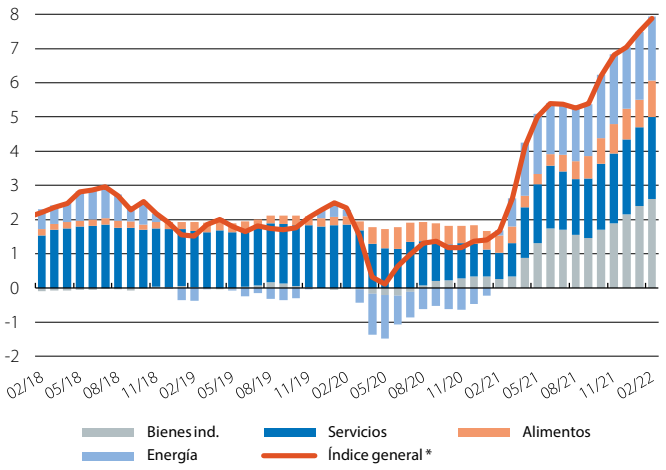
(p. p.)



Nota: ** Variación interanual.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

EE. UU.: contribución a la inflación por componentes

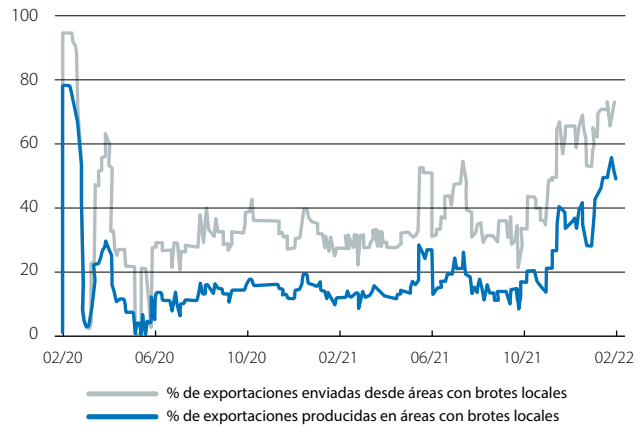
(p. p.)



Nota: ** Variación interanual.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de BLS, vía Refinitiv.*

China: exportaciones desde áreas con brotes locales

(% del total de exportaciones)



Nota: *Un brote local se define como un mínimo de 10 casos positivos reportados en una ciudad a lo largo de los últimos 14 días.*
Fuente: *Capital Economics.*

La dependencia europea de Rusia: una cuestión primaria

El estallido del conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, además del coste en vidas humanas, también comportará un coste en términos económicos. La importancia de Rusia como exportador mundial de petróleo, gas natural y otras materias primas será la principal vía por la que se filtrará el impacto económico más allá de las fronteras de los dos países en guerra. En este sentido, los precios del Brent y del gas se incrementaron más de un 20% y un 50%, respectivamente, en el primer mes del conflicto.[1]

El incremento de la incertidumbre y un nuevo frente abierto en unas ya tensionadas cadenas de valor globales serán otros dos canales relevantes de impacto macroeconómico. Un impacto que será asimétrico por regiones, con una clara incidencia sobre las economías europeas, como consecuencia de los vínculos más estrechos que nos unen con ambos países.

Europa y las importaciones rusas

Las exportaciones de bienes y servicios rusas en el mundo se sitúan en torno al 2% del total (0,2% el de Ucrania). Sin embargo, en el caso de la UE-27, las importaciones de Rusia representan el 7% de las importaciones brutas de bienes y servicios.[2] Pero mientras hay países donde la vinculación vía importaciones es muy elevada, como es el caso de Bulgaria (algo por encima del 20% del total de

Importaciones brutas procedentes de Rusia
(% de importaciones totales)

	TOTAL	AGRICULTURA	MINERÍA	MANUFACTURAS →	Alimentación	Textil y vestidos	Madera y papel	Coque y ref. de petróleo	Química y farmacia	Metales	Equipos electrónicos	Maquinaria	Transporte	Otras manufacturas	*UTILITIES*	CONSTRUCCIÓN	SERVICIOS
UE-27	7,0	2,1	21,0	5,4	2,0	0,3	7,5	41,8	4,2	11,9	0,4	0,6	1,5	1,1	10,5	10,6	4,7
Eurozona	4,8	1,6	16,3	3,6	1,4	0,3	3,7	32,9	2,6	8,8	0,3	0,4	0,7	0,8	5,2	4,1	3,4
Alemania	3,0	0,6	17,1	2,3	0,5	0,2	1,4	24,2	0,8	5,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	1,9	2,0
Austria	1,4	0,3	3,7	0,6	0,2	0,2	1,0	2,2	0,3	2,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	1,5	2,3
Bélgica	1,6	1,2	5,6	1,7	0,6	0,3	1,0	14,2	0,8	5,0	0,1	0,1	0,3	2,5	0,1	1,4	0,8
Bulgaria	20,3	0,6	87,1	7,8	0,9	0,3	2,5	48,2	2,3	9,1	0,8	0,7	1,4	2,1	1,5	10,8	12,5
Croacia	2,1	0,1	17,4	1,0	0,2	0,2	0,5	8,7	1,8	1,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	1,7	1,6
Chipre	12,6	3,9	12,9	4,9	1,5	1,3	2,4	2,5	0,8	3,7	1,6	0,9	8,3	4,2	8,8	32,2	18,4
Dinamarca	2,6	1,2	9,8	3,3	1,2	0,1	1,7	27,0	0,5	4,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	3,1	1,9
Eslovaquia	7,1	0,2	87,1	1,9	0,4	0,2	0,6	30,2	4,4	1,7	0,2	0,2	0,1	0,6	0,3	3,6	6,3
Eslovenia	2,3	0,4	53,4	1,2	0,2	0,1	0,8	9,1	1,1	1,5	0,1	0,2	0,1	0,5	0,1	2,1	2,8
ESPAÑA	1,0	1,1	2,9	0,8	0,4	0,2	0,3	9,6	0,6	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	1,0	0,8
Estonia	8,6	4,4	69,0	8,2	2,5	2,6	17,4	33,9	18,3	15,5	1,0	1,2	3,9	3,0	9,1	6,6	8,6
Finlandia	9,2	9,3	57,8	7,5	1,8	0,7	10,9	39,0	11,3	18,0	0,7	0,4	1,0	1,2	30,3	5,0	5,3
Francia	1,9	0,2	12,8	1,3	1,0	0,1	0,7	14,9	0,8	1,3	0,1	0,2	0,5	0,3	0,4	1,3	1,5
Grecia	7,2	6,0	12,2	8,0	1,2	0,2	1,7	44,2	0,7	11,9	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	2,8	4,0
Hungría	4,8	0,3	64,7	2,1	0,3	0,1	0,8	29,6	4,0	0,9	0,2	0,2	0,1	0,6	0,2	1,9	3,3
Irlanda	0,7	0,2	3,7	0,7	0,5	0,1	0,4	8,3	0,9	0,6	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	1,4	0,7
Italia	3,3	0,8	19,8	1,8	0,6	0,3	1,6	22,0	0,4	4,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,3	1,9	2,2
Letonia	9,6	17,0	81,6	6,2	2,3	1,9	10,0	14,4	7,6	21,2	1,6	1,1	1,5	3,0	60,1	4,5	8,6
Lituania	16,9	5,8	57,0	7,3	4,0	1,4	7,7	41,0	6,6	12,0	0,8	1,0	2,6	2,9	36,4	9,1	14,2
Luxemburgo	0,3	0,1	2,6	0,3	0,6	0,1	0,4	0,1	0,4	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,7	0,3
Malta	1,9	1,0	8,4	0,8	0,4	0,2	0,5	4,6	0,1	0,2	0,5	0,2	0,3	0,6	0,6	1,7	2,2
Países Bajos	3,1	0,3	20,6	1,6	0,3	0,1	1,1	15,7	0,9	3,8	0,4	0,1	0,4	0,4	0,6	2,3	1,8
Polonia	6,7	1,2	50,4	3,9	1,2	0,4	2,7	42,2	4,0	5,4	0,3	0,3	1,8	0,7	10,2	4,2	4,8
Portugal	1,7	0,4	9,5	1,1	0,8	0,1	0,8	13,3	0,7	1,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,6	1,1
Rep. Checa	4,4	0,4	53,2	1,7	0,7	0,2	1,6	13,3	3,5	2,8	0,2	0,2	0,7	0,6	0,2	2,7	4,2
Rumanía	3,9	0,3	42,5	2,0	0,6	0,1	3,7	31,3	2,0	1,6	0,5	0,3	0,6	0,3	0,4	2,0	3,0
Suecia	3,1	1,6	22,5	2,1	0,4	0,2	1,5	19,3	3,6	1,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	1,7	2,0
Estados Unidos	0,9	1,0	1,6	0,9	0,4	0,0	0,5	10,6	0,7	3,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	1,6	0,9
China	3,2	2,9	9,0	1,7	2,7	0,3	10,5	12,8	0,8	3,0	0,1	0,1	0,3	1,1	1,9	4,5	2,7

Nota: *Los datos se refieren al año 2018, el más reciente de la actualización de los datos OECD TiVA (noviembre de 2021).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA (noviembre de 2021).*

1. Los precios de algunos alimentos (por ejemplo, cereales) o de los fertilizantes también han aumentado desde el inicio del conflicto. No obstante, su impacto económico no es equiparable al del encarecimiento de la energía para las economías desarrolladas.
2. Usamos datos de OECD TiVA (Trade in Value Added) en su más reciente actualización (noviembre de 2021) para las importaciones, donde el último año es 2018. La ventaja de usar estos datos es que permiten un análisis más ajustado del verdadero origen de los bienes y servicios que llegan, se consumen y se exportan en un determinado país. En este punto del artículo usamos las importaciones brutas según de donde nos llegan (un análisis más clásico), pero más adelante explotaremos la complejidad de los datos TiVA para determinar el origen inicial de los productos que se emplean en todos los procesos productivos y que se consumen en un país.

importaciones), Finlandia (cerca del 10%) o los países bálticos (entre un 8% y un 17%), en otros, los lazos comerciales son muy débiles, como en Irlanda (0,7%) o España (1,0%).[3] Por su parte, Alemania, Francia e Italia, las tres mayores economías de la UE-27, se situarían en un rango medio-bajo si nos circunscribimos al peso de las importaciones rusas en el total de sus importaciones (entre el 2% y el 3,5%, véanse las cifras agregadas de la primera tabla).

Aunque estas cifras agregadas pueden resultar, a primera vista, relativamente tranquilizadoras para las grandes economías europeas, es evidente que es necesario un examen más detenido. Al fin y al cabo, Rusia es el segundo exportador mundial de petróleo (con un 11% del total) y el primer exportador de gas natural (25%), siendo Europa su principal mercado de venta. Si miramos al detalle sectorial de las importaciones europeas, Rusia destaca como socio comercial en el sector de la minería y en las manufacturas del coque y derivados del petróleo refinado, donde representan el 21% y el 42%, respectivamente, del total de las importaciones de la UE-27 en dichos sectores (véase el detalle sectorial de la primera tabla). Esta elevada dependencia de ciertas importaciones rusas se observa también en los grandes países de la Unión, como Alemania, Francia o Italia, con porcentajes de entre el 13% y el 20% en el sector de la minería y de entre el 15% y el 24% en los refinados del petróleo. Asimismo, Rusia también parece tener un papel relevante como proveedor europeo de metales, así como de servicios de electricidad, gas y agua (*utilities* en inglés) en aquellos países con los que comparte frontera (por ejemplo, en Letonia el 60% de lo que se importa de *utilities* procede de Rusia).

Valor añadido originado en Rusia en la demanda final

(% de la demanda final)

	TOTAL	AGRICULTURA	MINERÍA	MANUFACTURAS →	Alimentación	Textil y vestidos	Madera y papel	Coque y ref. de petróleo	Química y farmacia	Metales	Equipos electrónicos	Maquinaria	Transporte	Otras manufacturas	*UTILITIES*	CONSTRUCCIÓN	SERVICIOS
UE-27	1,0	1,3	16,1	2,2	1,1	0,8	1,6	16,8	1,7	2,2	1,0	1,1	1,1	1,0	2,9	0,9	0,7
Eurozona	0,9	1,1	15,8	2,0	1,0	0,8	1,4	15,2	1,5	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,5	0,8	0,6
Alemania	1,0	1,2	17,4	1,9	1,0	0,8	1,5	18,9	1,4	2,0	0,9	1,0	1,0	1,0	2,1	0,8	0,6
Austria	0,9	0,9	4,2	1,5	0,9	0,9	1,4	10,1	1,4	2,3	0,9	1,1	1,0	1,2	1,4	0,7	0,9
Bélgica	0,9	1,4	5,7	1,7	1,1	0,9	1,3	8,7	1,1	2,2	0,9	1,0	1,1	2,5	1,6	1,2	0,6
Bulgaria	5,7	4,7	44,7	7,6	6,6	1,9	5,6	45,8	5,4	9,3	2,6	2,3	2,5	3,5	26,0	9,0	3,5
Croacia	1,2	0,9	6,8	2,1	1,2	1,0	1,0	11,6	2,2	1,5	1,1	1,1	1,4	1,0	2,3	1,2	0,8
Chipre	4,4	3,1	8,6	5,1	2,7	1,9	3,1	14,8	2,6	5,2	3,0	1,9	6,6	3,0	4,2	2,0	6,2
Dinamarca	0,9	1,5	12,8	2,4	1,3	0,8	1,7	23,9	1,1	2,4	0,8	1,1	0,9	1,1	0,8	1,0	0,9
Eslovaquia	3,1	1,9	52,1	4,4	1,6	1,1	2,1	39,6	5,9	3,5	1,2	1,4	1,6	1,5	16,0	1,7	1,8
Eslovenia	1,3	1,1	14,1	2,2	1,2	0,8	2,3	16,3	2,3	2,4	1,2	1,3	1,2	1,2	2,5	1,1	1,0
ESPAÑA	0,4	0,6	11,1	1,2	0,6	0,6	0,7	5,8	1,0	1,1	0,8	0,8	0,9	0,6	1,1	0,4	0,3
Estonia	3,8	4,7	37,7	5,7	3,5	3,6	7,1	36,0	12,0	8,6	1,9	2,3	4,1	4,4	4,8	4,0	3,9
Finlandia	2,2	2,8	42,5	5,2	2,0	1,4	3,6	37,8	4,9	5,5	1,4	1,7	1,9	1,8	5,8	2,3	1,5
Francia	0,6	0,7	20,1	1,7	0,8	0 ,7	1,0	12,2	1,3	1,3	0,9	1,0	1,0	0,7	2,2	0,5	0,4
Grecia	1,9	2,9	31,7	5,1	2,1	0,9	2,0	25,6	1,7	4,1	1,7	1,4	1,0	1,4	3,8	1,7	1,1
Hungría	2,5	2,3	27,8	4,6	2,4	1,1	2,0	34,1	3,6	3,1	1,1	1,2	1,2	1,4	6,5	2,8	1,6
Irlanda	0,6	0,9	15,3	1,1	0,9	0,6	1,1	8,4	0,7	2,2	0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	0,8	0,5
Italia	0,9	0,9	13,5	1,9	1,0	0,6	1,2	14,5	1,5	1,7	1,0	1,0	0,9	0,9	2,3	0,6	0,5
Letonia	4,1	7,2	49,8	6,3	4,1	3,3	5,0	40,2	7,2	11,1	2,5	2,7	2,7	4,1	17,9	3,2	3,3
Lituania	6,2	4,7	46,7	9,6	3,8	2,7	5,9	41,5	5,5	6,9	2,0	2,4	3,3	3,7	19,0	5,3	5,1
Luxemburgo	0,6	0,7	6,6	1,4	1,3	0,7	1,2	6,9	1,0	1,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,5	0,6
Malta	1,4	1,4	7,5	1,6	1,2	0,8	1,3	13,2	1,4	2,1	1,3	1,4	0,9	1,2	3,1	1,2	1,7
Países Bajos	0,9	1,0	18,5	2,1	0,9	0,8	1,4	16,9	1,7	2,2	0,9	0,9	1,1	0,8	2,7	0,8	0,6
Polonia	2,3	2,4	14,0	3,9	1,7	1,0	2,4	31,4	3,9	4,0	1,4	1,4	2,5	1,7	4,9	2,2	1,6
Portugal	0,6	0,7	9,3	1,5	0,8	0,5	0,8	10,4	1,3	1,2	0,8	0,9	0,8	0,7	2,1	0,6	0,4
Rep. Checa	2,0	1,7	19,6	2,7	1,7	1,2	2,2	24,7	6,4	3,0	1,2	1,6	1,7	1,5	9,8	1,4	1,4
Rumanía	1,6	1,3	25,9	2,7	1,0	0,8	2,2	15,4	2,3	2,6	1,2	1,5	1,5	1,2	4,8	1,6	1,1
Suecia	1,0	1,6	19,1	2,2	1,1	0,9	1,8	24,4	2,4	1,8	1,1	1,0	1,0	1,3	1,2	1,0	0,8
Estados Unidos	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	0,5	0,4	1,9	0,4	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,1
China	0,5	0,5	2,7	0,7	0,5	0,5	0,9	5,0	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	1,3	0,6	0,3

Nota: *Los datos se refieren al año 2018, el más reciente de la actualización de los datos OECD TiVA (noviembre de 2021).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA (noviembre de 2021).*

3. Se trata del porcentaje de importaciones rusas de bienes y servicios en el total de importaciones de bienes y servicios. Esta cifra puede variar significativamente con cambios en el precio de los bienes energéticos. Para el caso de España, esta ha aumentado significativamente en 2021, según datos de Datacomex.

El origen ruso de la demanda final europea

En un segundo examen más detallado, explotamos la riqueza de las tablas *input-output* internacionales de la OCDE (TiVA, del inglés Trade in Value Added), que permiten valorar adecuadamente el origen de los bienes y servicios que se consumen en un determinado país (ya sea para producción o consumo interno o para exportar), puesto que trazan las «idas y venidas» de los *inputs* intermedios a lo largo de todo el proceso productivo. Así, por ejemplo, si importamos un bien de un determinado país, pero la mayor parte de dicho bien se ha producido en un tercer país, las importaciones en términos brutos no reflejan la relevancia de este tercer país, pero sí la reflejan las tablas TiVA.

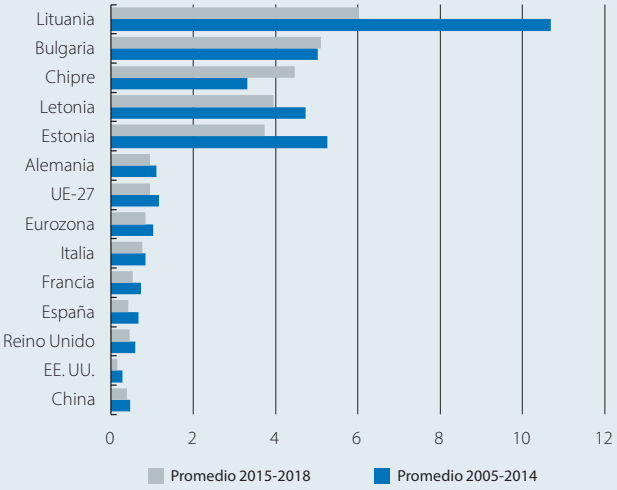
Así pues, en esta sección nos centramos en la demanda final de los distintos países europeos y, haciendo uso de las TiVA, contabilizamos la relevancia del valor añadido por Rusia en dicha demanda final. En términos agregados y a pesar de tener en cuenta todo el trazado de los bienes y servicios rusos, estos no representan una parte muy relevante de la demanda final de los países de la UE-27, apenas un 1% (véase la segunda tabla). Una cifra mucho menor que cuando analizábamos las importaciones brutas, puesto que la demanda final contiene muchos más servicios, la mayoría de los cuales no son comerciables (es decir, se producen y consumen de manera interna).

En el detalle por países, observamos cómo en los países bálticos o Bulgaria estos bienes y servicios rusos (o valor añadido ruso) suponen un mayor porcentaje en el total de la demanda final, aunque discreto, mientras que en las grandes economías europeas representan mucho menos. No obstante, cuando miramos la desagregación sectorial, de nuevo, es evidente la relevancia de los productos energéticos rusos en un gran número de países de la región europea. Así, por ejemplo, en Alemania, un 17% de la demanda final de productos del sector de la minería procede de Rusia y un 19% de los refinados de petróleo son rusos. En España, el país de la UE en el que las importaciones de Rusia pesan menos en la demanda final, un 11% de la demanda final del sector de minería se satisface desde Rusia.

Este paralelismo entre lo que nos muestran las cifras de importaciones brutas y el análisis mediante las TiVA a nivel sectorial se debe, precisamente, a la especialización de Rusia en la exportación de materias primas, en particular, de energía. Buena parte de lo que los países europeos importan directamente de Rusia se consume en el propio país, puesto que algunos de los principales usos del petróleo y del gas natural son, precisamente, el transporte (por ejemplo, el coche particular), la generación de electricidad o el uso residencial para calentar nuestros hogares. Por otro lado, el peso de Rusia en el sector energético conlleva una «huella» importante en muchos productos, principalmente en algunos sectores manufactureros, con cadenas de producción integradas que van cruzando fronteras hasta el consumidor final.

Valor añadido originado en Rusia en la demanda final

(% de la demanda final)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE TiVA (noviembre de 2021).*

Desvinculación de Rusia a corto y medio plazo

En definitiva, la relevancia de Rusia en el mercado de la energía global, y en el consumo energético de la UE, en particular, dificulta una desvinculación económica rápida con el país. Para hacer frente a esta situación, la Comisión Europea ha propuesto un nuevo Plan energético (REPowerEU) para disminuir la dependencia de la región a la energía fósil rusa, empezando por el gas natural. De hecho, uno de los primeros objetivos es el de sustituir dos terceras partes del gas importado de Rusia en los próximos 12 meses. Se trata de una aspiración muy ambiciosa. Así, por ejemplo, un reciente informe de la Agencia Internacional de la Energía estimaba como factible a corto plazo una posible reducción de una tercera parte con medidas como un aumento en las importaciones vía gaseoducto de Noruega o Azerbaiyán, el incremento de importaciones de gas natural licuado, la aceleración de proyectos en energías renovables (solar y eólica) o la reactivación de algunos reactores nucleares que se han cerrado en los últimos años.[4] En este sentido, hace pocos días la UE y EE. UU. acordaron aumentar el suministro de gas estadounidense.

Pero, más allá de las dificultades de encontrar sustitutos a los productos de Rusia a muy corto plazo, a medio plazo, el desacople económico con el país es más viable. Dentro del *Green Deal* europeo, ya hay planeadas abultadas inversiones para reducir el uso en la UE de fuentes energéticas fósiles. Asimismo, ya desde la anexión de Crimea en 2014 se observa una disminución en la vinculación con Rusia de los países europeos (véase el gráfico), como consecuencia, en parte, de las sanciones establecidas desde ese momento.

Clàudia Canals, Luís Pinheiro de Matos y Rita Sánchez Soliva

4. Véase IEA (marzo 2022). «A 10-point Plan to Reduce the European Union's Reliance on Russian Natural Gas».

Impacto de la guerra en los escenarios económicos: menor crecimiento y mayor inflación

Las principales consecuencias de la guerra en Ucrania serán el coste en vidas humanas, la destrucción del tejido productivo del país y la mayor crisis humanitaria en Europa desde la Segunda Guerra Mundial. El FMI apunta a que el PIB de Ucrania podría retroceder hasta un 35% en 2022, y se estima que en torno a 4 millones de personas han salido del país en las cuatro primeras semanas de guerra, cifra que irá en aumento si el conflicto se prolonga. Rusia, por su parte, afrontaría una caída de, al menos, un 8,0% a consecuencia del impacto de las fuertes sanciones en vigor.

Impacto de primer orden: materias primas y Europa

Además, la guerra en Ucrania supone un nuevo *shock* en la recuperación económica global de forma directa a través del impacto negativo en la oferta de materias primas, dada la importancia de estos países en el suministro mundial,[1] y también a través del efecto indirecto que está significando la mayor incertidumbre en la confianza de los agentes y en los mercados financieros. La guerra probablemente también resultará en un agravamiento en los problemas de oferta de las cadenas globales, que empezaban a dar tímidas señales de recuperación a comienzos de año, pero que todavía se encontraban lejos de funcionar con normalidad. Esperamos que el efecto neto implique un menor crecimiento y una mayor inflación, aunque de forma diferenciada por países.

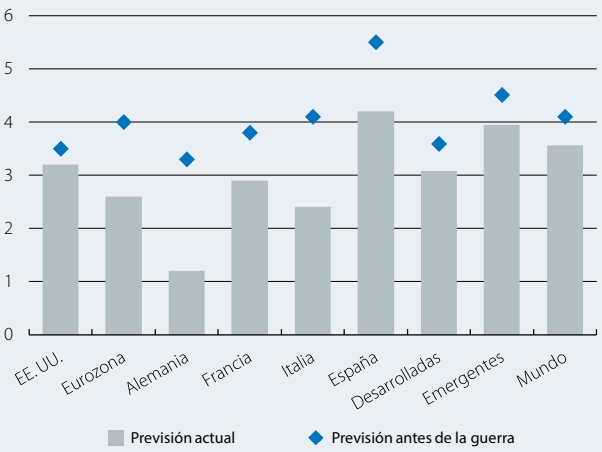
Sobre el primer aspecto, una de las primeras consecuencias de la guerra y de las sanciones impuestas a Rusia (a cierre de este informe la UE había dejado al margen de las sanciones la importación de crudo y gas) ha sido el fuerte incremento de los precios del gas y del petróleo, lo que ha obligado a una revisión sustancial de los escenarios de energía. En solo dos semanas, hemos elevado el precio medio previsto en 2022 para el barril de Brent en 16 dólares hasta los 105, al tiempo que subimos el del gas natural en 51 euros, hasta los 125 €/MWh.

Este aumento de la factura energética y el incremento de la incertidumbre generada por el estallido bélico explican que el crecimiento estimado para la eurozona en 2022 se recorte en 1,4 p. p., hasta el 2,6%. Se trata de un recorte que no se compensaría con el mayor crecimiento que esperamos para 2023 (+0,3 p. p., hasta el 3,1%). Habría que destacar que la economía de la eurozona no perdería su nivel pre-COVID (se recuperó en el 4T 2021) en todo el horizonte de previsión. Por países, las revisiones a la baja más pronunciadas en el crecimiento de 2022 se dan en Alemania (–2,1 p.p., hasta 1,2%) e Italia (–1,7 p.p., hasta 2,4%), dada su mayor exposición a las importaciones de gas procedentes de Rusia y al mayor peso que la industria tiene en su estructura económica (sin construcción, 22% y 18% de su VAB, respectivamente), sector especialmente afectado por los cuellos de botella y el encarecimiento de buena parte de sus *inputs*.

1. Véase «El conflicto Rusia-Ucrania, el nuevo «cisne negro» de 2022» en el IM03/2022.

Global: PIB 2022

Variación anual (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Por otro lado, la fuerte subida que ya acumulan los precios energéticos y las perspectivas de que se mantengan en referencias elevadas por más tiempo explican la revisión al alza en cerca de 1,0 p. p. de la inflación media en la eurozona para 2022, hasta el 5,3%, nuevo máximo anual desde el inicio de la serie (1997).

EE. UU.: resistencia en crecimiento, agudización en las tensiones inflacionistas

Por su parte, EE. UU. se encuentra en mejor posición para sortear el impacto de las turbulencias generadas por el conflicto armado en Ucrania debido a sus reducidos vínculos económicos y al hecho de ser un importante productor de energía (19% del crudo y 24% del gas a nivel mundial en 2020). Con todo, el agravamiento de los problemas de suministros de las cadenas globales, la menor capacidad de compra de las familias en el actual contexto de elevada inflación y el tensionamiento en las condiciones financieras producto de la retirada de estímulos monetarios explican el recorte de 0,3 p. p. en el crecimiento previsto para 2022, hasta el 3,2%, a la par que revisamos al alza en 0,2 p. p., hasta un 2,6%, la previsión para 2023.

En materia de inflación, al impacto por la escalada de los precios de la energía se suman las presiones internas derivadas de la subida de los salarios. En consecuencia, eleva-

mos en 0,6 p. p. nuestra previsión para la inflación de 2022, hasta el 6,5% en el promedio anual.

Emergentes: el impacto va por barrios

Para las economías emergentes, será relevante su estructura productiva: aquellas que sean exportadoras netas de materias primas se verán beneficiadas por el fuerte repunte que acumulan sus precios; mientras que las importadoras netas de materias primas serán las más afectadas. Además, hay que tener en cuenta el impacto que puede tener la normalización de las condiciones monetarias por parte de la Fed ya que, históricamente, ha propiciado salidas de capitales en dichas economías, lo que pondría en una situación delicada a aquellos países con debilidades externas (elevado déficit por cuenta corriente y deuda externa y bajos niveles de reservas).

De entre los emergentes, China sería un caso especial, ya que es tanto productora como gran consumidora de *commodities*, por lo que el impacto neto no estaría claro. Más relevante para sus perspectivas de crecimiento es la aplicación de una política de COVID cero que ya estaba frenando la actividad en los últimos meses y está condicionando la revisión a la baja en las previsiones de crecimiento para 2022 (4,7% *vs.* 5,7% estimado en febrero).

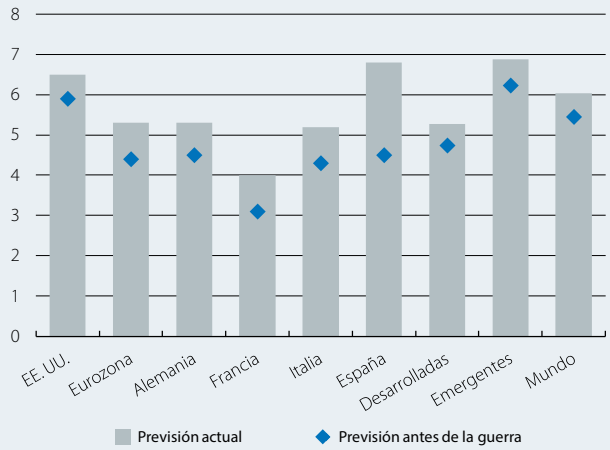
Mención aparte merecen las economías de Europa del Este y de Asia Central que, por sus fuertes vínculos económicos y financieros con la zona en conflicto, sufrirán un mayor impacto negativo sobre el crecimiento que otras regiones. En balance, el impacto neto para el conjunto de las emergentes es negativo en crecimiento (4,0% *vs.* 4,5% en febrero) y alcista en inflación (6,7% *vs.* 6,2%).

Con todo, la magnitud del impacto económico es todavía bastante incierta y dependerá, en gran medida, de la duración del conflicto y de las políticas económicas que se puedan aplicar. Lo que parece claro es que la guerra provocará un importante recorte en el crecimiento a la vez que elevará la inflación y será desigual por regiones, siendo Europa la más afectada.

Rita Sánchez Soliva

Global: inflación 2022

(%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

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	12/21	01/22	02/22
Actividad									
PIB real	–3,4	5,7	0,5	12,2	4,9	5,5	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	16,7	11,9	26,2	13,7	16,0	16,0	12,3	15,8
Confianza del consumidor *(valor)*	101,0	112,7	99,1	122,1	116,7	112,9	115,2	111,1	110,5
Producción industrial	–7,2	5,4	–1,6	14,7	5,5	4,4	3,4	3,6	7,5
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	52,5	60,6	61,3	61,0	60,0	60,1	58,8	57,6	58,6
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.396	1.605	1.599	1.588	1.562	1.670	1.754	1.657	1.769
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	228	267	249	262	274	283	287	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,1	5,4	6,2	5,9	5,1	4,2	3,9	4,0	3,8
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	56,8	58,4	57,6	58,0	58,6	59,2	59,5	59,7	59,9
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,2	–3,7	–3,5	–3,6	–3,7	–3,7	–3,7	–3,9	...
Precios									
Inflación general	1,2	4,7	1,9	4,8	5,3	6,7	7,0	7,5	7,9
Inflación subyacente	1,7	3,6	1,4	3,7	4,1	5,0	5,5	6,0	6,4

JAPÓN

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Actividad									
PIB real	–4,5	1,7	–1,8	7,3	1,2	0,4	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	31,1	36,3	33,3	35,4	37,3	39,2	39,1	36,7	35,3
Producción industrial	–10,6	5,8	–1,5	19,9	5,9	1,2	2,7	–1,2	...
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	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	0,1	–0,3	0,2	0,6	0,3	–0,3	–0,3	–0,8	–1,0
Precios									
Inflación general	0,0	–0,2	–0,5	–0,7	–0,2	0,5	0,8	0,5	0,9
Inflación subyacente	0,2	–0,5	0,0	–0,9	–0,5	–0,7	–0,8	–1,2	–0,9

CHINA

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
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	1,7	–	6,7
Producción industrial	3,4	9,3	24,6	9,0	4,9	3,9	4,3	–	7,5
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	51,3	51,0	50,0	49,9	50,3	50,1	50,2
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	524	681	621	605	636	681	681	704	699
Exportaciones	3,6	30,0	48,9	30,7	24,4	23,1	20,8	24,1	6,2
Importaciones	–0,6	30,1	29,4	44,1	25,4	23,6	19,5	19,8	10,4
Precios									
Inflación general	2,5	0,9	0,0	1,1	0,8	1,8	1,5	0,9	0,9
Tipo de interés de referencia [3]	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,3

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)*	–0,8	5,5	2,6	12,7	2,5	4,1	2,1	7,8	...
Producción industrial *(variación interanual)*	–7,9	8,9	4,8	24,4	6,0	0,3	2,0	–1,3	...
Confianza del consumidor	–14,3	–7,6	–13,8	–5,5	–4,6	–6,7	–8,4	–8,5	–8,8
Sentimiento económico	88,0	110,1	94,6	113,2	116,8	115,7	113,8	112,7	114,0
PMI manufacturas	48,6	60,2	58,4	63,1	60,9	58,2	58,0	58,7	58,2
PMI servicios	42,5	53,6	46,9	54,7	58,4	54,5	53,1	51,1	55,5
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	–1,5	...	–1,7	2,0	2,1	...	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	8,0	...	8,2	8,0	7,5	7,1	7,0	6,8	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,9	...	3,9	3,6	3,4	3,2	3,2	3,1	...
Francia *(% pobl. activa)*	8,0	...	8,0	8,2	7,9	7,3	7,2	7,0	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,3	...	10,1	9,8	9,1	9,1	9,0	8,8	...
PIB real *(variación interanual)*	–6,5	5,6	–0,9	14,6	4,0	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)*	–9,1	7,0	0,1	17,6	3,9	6,2	–	–	–

Precios

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

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

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	5,6	5,3	...
Alemania	7,1	7,4	7,5	8,1	8,1	7,9	7,4	7,2	...
Francia	–1,9	–0,9	–1,8	–1,6	–1,2	–0,9	–0,7	–0,7	...
Italia	3,7	3,3	3,8	4,3	4,2	4,1	1,6	1,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**93,9**	**94,2**	**95,3**	**95,0**	**94,0**	**92,6**	**92,3**	**92,3**	**92,5**

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	4,3	4,4	4,4
Crédito a hogares[2,3]	3,2	3,8	3,1	3,9	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4
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	1,2	...
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	1,4	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,9	12,6	16,1	12,4	11,4	10,5	10,2	9,3	9,2
Otros depósitos a corto plazo	0,6	–0,8	1,0	–0,6	–2,0	–1,5	–1,5	–0,2	–0,3
Instrumentos negociables	8,2	11,4	13,8	12,2	10,2	9,2	6,1	0,5	–0,5
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 titulizaciones. 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.*

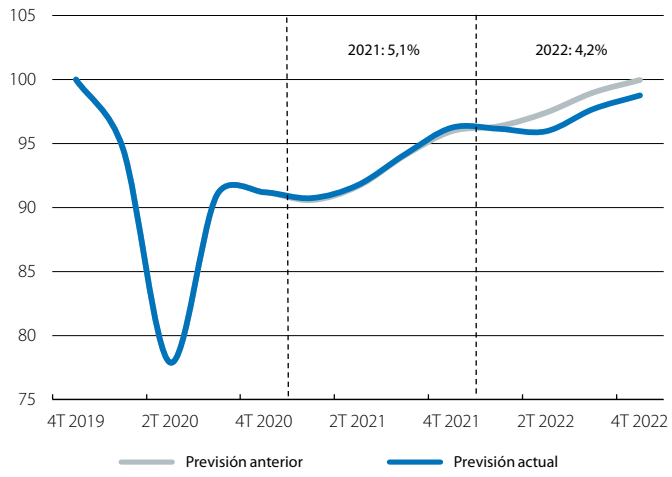
La economía española empieza a verse afectada por la guerra en Ucrania

La guerra en Ucrania tendrá un impacto significativo sobre la economía española y ya se comienzan a manifestar algunos efectos. Así, nuestro actual escenario dibuja un crecimiento de la economía española del 4,2% en 2022. Se trata de un ritmo de crecimiento notable, pero 1,3 p. p. menor respecto al escenario previo a la guerra en Ucrania (véase el Focus «La guerra entre Rusia y Ucrania frenará la recuperación de la economía española» en este mismo *Informe Mensual* para más detalle). Al cierre de este informe se habían publicado aún pocos indicadores económicos posteriores a la invasión. Sin embargo, con los escasos datos disponibles ya podemos extraer algunas señales. Así, en el lado negativo de la balanza, en marzo se ha producido un fuerte deterioro de la confianza de los consumidores y un repunte sustancial de la inflación. De esta forma, se confirma que la elevada incertidumbre y el aumento de los precios son dos de los principales canales de impacto de la guerra en Ucrania sobre la economía española. En cambio, otros indicadores han mostrado una mayor resiliencia de lo que se podía esperar; en concreto, los PMI se han desacelerado pero han sorprendido al alza y se mantienen en zona expansiva (>50 puntos), mientras que el mercado laboral ha aguantado el envite y se han continuado creando puestos de trabajo, si bien a un ritmo más moderado.

Los indicadores de sentimiento empresarial y de confianza retroceden en marzo. En particular, el PMI de manufacturas, que refleja el sentimiento empresarial, continuó en marzo en una cómoda zona expansiva (54,2 puntos), pero sufrió un retroceso de 2,7 puntos respecto a febrero, afectado por el aumento de los costes de producción, los problemas de suministros y las huelgas de transportistas. Se trata del nivel más bajo desde marzo de 2021. El PMI de servicios, por su parte, también se redujo en 3,2 puntos y se situó en los 53,4 puntos. Los indicadores de confianza también retrocedieron de forma significativa en marzo. Por un lado, el índice de confianza en la industria de la Comisión Europea cayó en 4,7 puntos respecto a febrero, mientras que el índice de confianza del consumidor del mismo organismo cayó de forma aún más pronunciada (–17,9 puntos respecto a febrero).

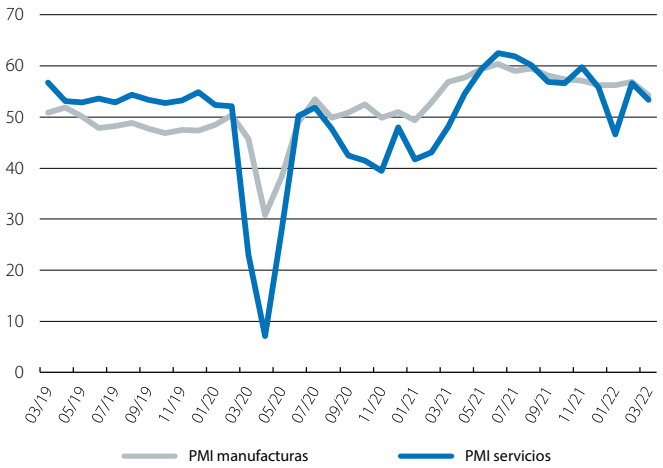
El mercado laboral aguanta la embestida de la guerra de Ucrania. Así, la creación de empleo se moderó en marzo, pero menos de lo que cabría esperar dada la elevada incertidumbre por la guerra y los paros en diversos sectores. En concreto, en términos desestacionalizados, la afiliación creció en marzo en 23.998 personas (37.726 en febrero) de tal forma que el crecimiento intertrimestral del empleo efectivo en el 1T fue del 1,07% (2,1% en el 4T 2021). Asimismo, se ha producido un ligero aumento de los ERTE no COVID, aunque menor de lo esperado (pasan de 13.575 a finales de febrero a 17.162), y en términos desestacionalizados el paro aumentó en 25.682 personas (primera subida desde abril

España: evolución del PIB real
(100 = 4T 2019)



Fuente: *CaixaBank Research.*

España: PMI
Nivel



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

España: indicador de confianza del consumidor
Nivel

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

de 2021). Por el lado positivo, cabe poner en valor la mejora significativa de la contratación indefinida: el porcentaje de afiliados con contrato indefinido se eleva al 75%, 5 puntos por encima de lo que era habitual antes de la pandemia.

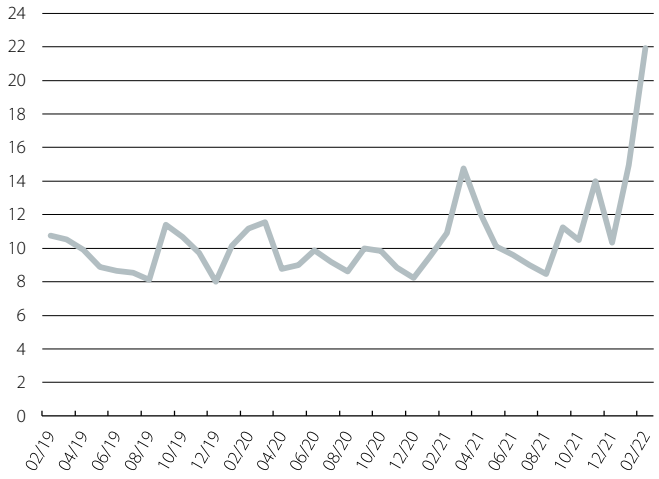
La inflación escaló de forma sustancial en marzo. En el primer mes que recoge el impacto de la guerra en los precios al consumidor, la inflación general aumentó hasta el 9,8% (7,6% en febrero), según el dato avanzado por el INE. De confirmarse, se trataría de su nivel más alto desde mayo de 1985. El aumento de la inflación en marzo ha venido de la mano de una subida generalizada de los precios de la mayoría de los componentes. En este sentido, la inflación subyacente ha repuntado hasta el 3,4% (3,0% en febrero). Cabe destacar que los principales canales de impacto directo del conflicto de Ucrania (aumentos en los precios del gas, que se trasladan al precio de la electricidad, del petróleo y de los alimentos) ya se han reflejado en el dato de inflación de marzo. Los elevados precios de la energía han seguido filtrándose a los demás componentes de la cesta de consumo al aumentar los costes de transporte y producción. Esta tendencia seguirá empujando la inflación subyacente al alza.

El déficit público en España cerró 2021 en el 6,9% del PIB. El déficit de las Administraciones públicas fue de 82.819 millones de euros en 2021, cifra que representa un 6,9% del PIB y que, comparada con el déficit del 10,3% en 2020, muestra que la recuperación económica contribuyó a reducir el déficit: los ingresos aumentaron un 13,2% respecto a 2020 y los gastos un 5,2%. Sin el impacto de la Sareb (unos 1.300 millones de euros), el déficit fue del 6,8% del PIB. El dato de déficit, aunque elevado, se ha situado por debajo de la previsión del Gobierno (que estimaba un 8,4% del PIB). Por su parte, la deuda pública de 2021 fue revisada a la baja en 3 décimas de PIB (del 118,7% al 118,4%), una cifra 1,6 p. p. inferior al cierre de 2020 pero 22,9 p. p. por encima de 2019. Por otra parte, el Gobierno ha presentado un plan de choque para amortiguar el impacto de la guerra de Ucrania (véase el Focus «Claves del Plan de Choque: ¿qué medidas se van a tomar en España para paliar el impacto de la guerra de Ucrania?» en este mismo informe) dotado con 6.000 millones de euros (0,5% del PIB).

La balanza comercial acusa el deterioro del déficit energético. Así el saldo comercial en enero arrojó un déficit de 6.123 millones de euros, cifra que más que triplicó la del año anterior y que supone el peor registro en un mes de enero desde 2008. Aumentó tanto el déficit no energético como el energético: el saldo no energético arrojó un déficit de 2.901 millones de euros (déficit de 253 millones en enero de 2021) debido a un dinamismo de las importaciones (32,5%) mayor al de las exportaciones (19,3%), mientras que el déficit energético ascendió a 3.222 millones de euros (déficit de 1.516 millones en enero de 2021) debido al intenso aumento de los precios de las importaciones de bienes energéticos del 46,4% interanual. Se trata de una primera señal de que el saldo por cuenta corriente se reducirá significativamente en 2022, debido en buena medida al deterioro de la balanza energética por los mayores precios de la energía, una tendencia que se acentuará por la guerra de Ucrania.

España: contratos indefinidos

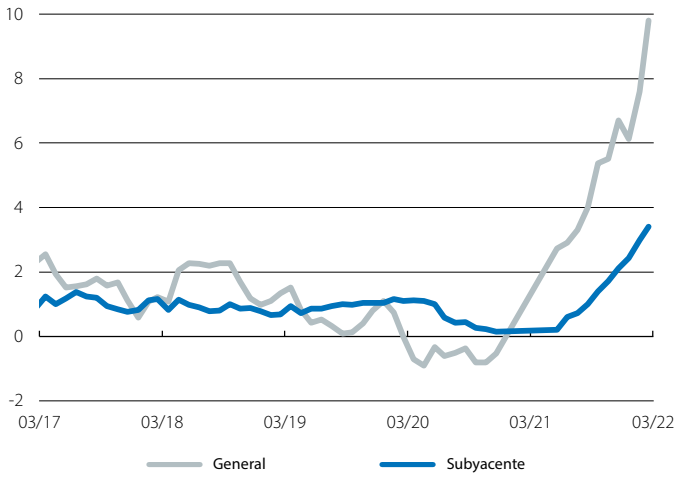
(% sobre el total de contratos registrados en el mes)



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

España: IPC

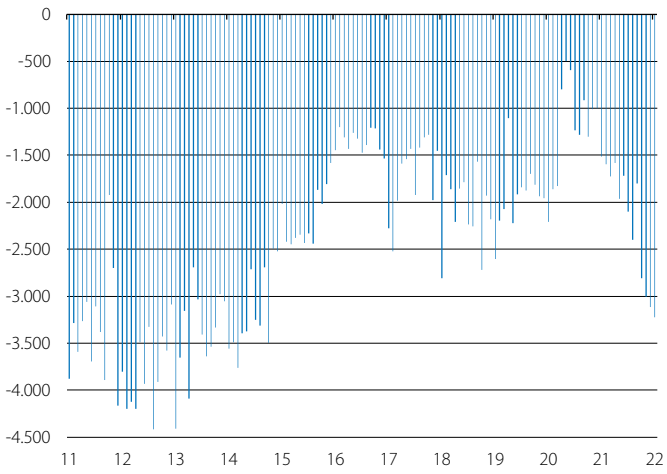
Variación interanual (%)



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

España: saldo de la balanza energética

(Datos mensuales en millones de euros)



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

La guerra entre Rusia y Ucrania frenará la recuperación de la economía española

El estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania conlleva una revisión de las perspectivas para la economía española. El impacto del conflicto, cuyo alcance y duración todavía son inciertos, se está materializando principalmente a través de tres canales. En primer lugar, nuestro país, al ser un importador neto de materias primas como el gas natural y el petróleo, va a tener que pagar más por la energía.[1] En segundo lugar, la incertidumbre que rodea al conflicto y las propias implicaciones que de él se derivan van a erosionar las decisiones de gasto de los agentes económicos. Finalmente, el conflicto también reverberará a través del canal comercial: aunque la exposición directa de las exportaciones e importaciones españolas a y desde Rusia y Ucrania es limitada, el deterioro del entorno económico internacional y las disrupciones que se pueden producir en las cadenas globales de suministro pueden tener un efecto notable.[2]

Cuando el entorno macroeconómico está tan ligado a la evolución de un factor concreto, como es el conflicto bélico en este caso, no es posible presentar un escenario de previsiones que no esté condicionado a un supuesto acerca de su evolución. Nuestro escenario se apoya en el supuesto de que el conflicto empezará a destensarse a partir de mediados de este año. Esta hipótesis tiene reflejo en las previsiones del precio de la energía. Si bien en este escenario prevemos un precio del Brent de 105 dólares por barril en el promedio del año (algo más de 15 dólares por encima de lo que preveíamos antes del conflicto), a diciembre de 2022 el precio del crudo se situaría cerca de los 90 dólares por barril.

España: proyecciones macroeconómicas

La tabla muestra las previsiones del nuevo escenario. Tal y como se puede observar, hemos revisado el crecimiento anual del PIB a la baja en 1,3 p. p., hasta el 4,2%. El aumento del precio de la energía explica 0,8 de los 1,3 p. p. El resto se puede atribuir al resto de canales: la mayor incertidumbre, el canal comercial y las disrupciones en las cadenas de suministros. A pesar de la revisión, sin embargo, el crecimiento previsto para el conjunto del año continúa siendo sustancial, por encima del 4%. Una nueva fase de la pandemia, el ahorro acumulado en los dos últimos años, el despliegue de los fondos europeos y la recuperación del turismo seguirán ofreciendo un apoyo significativo a la recuperación.

La ralentización de la actividad tiene su derivada en el mercado laboral. Se prevé que el crecimiento del empleo se modere en algo menos de 1 p. p., hasta cerca del 2%. A pesar de esta revisión, a final de año aún se crearían 211.000 empleos. La revisión a la baja del crecimiento del empleo es algo inferior a la del PIB. Aunque la sensibilidad del crecimiento del empleo al crecimiento del PIB ha sido, en España, tradicionalmente mayor que 1, el comportamiento del empleo durante la crisis de la COVID-19 en 2020 presentó una sensibilidad inferior a la histórica. Esta menor sensibilidad refleja la flexibilidad que introdujo la figura de los ERTE para que el mercado laboral pudiera acomodar cambios en las horas trabajadas, mitigando el impacto en puestos de trabajo. De este modo, en la medida en que este mecanismo de flexibilidad se mantiene en vigor (mecanismo RED), el empleo debería mostrar una sensibilidad frente al PIB más acorde a la experimentada recientemente. En su conjunto, la revisión del empleo conduce a una tasa de paro del 13,6% para el año 2022, una tasa algo superior a la prevista anteriormente, pero que aún supone un descenso de más de 1 p. p. respecto al año 2021 (14,8%).

España: proyecciones macroeconómicas

		2022	2023
PIB *(variación anual, %)*	Central preinvasión	5,5	3,6
	Central posinvasión	4,2	3,8
Tasa de paro *(promedio anual, %)*	Central preinvasión	13,0	11,8
	Central posinvasión	13,6	12,5
Inflación *(promedio anual, %)*	Central preinvasión	4,5	1,2
	Central posinvasión	6,8	1,1

Nota: *El escenario preinvasión se corresponde al publicado en el IM03/2022.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

Finalmente, se prevé que el aumento de los precios de la energía, el de los alimentos y el efecto contagio que estas dinámicas puedan tener sobre el resto de la cesta del IPC puedan llevar la inflación a alcanzar un promedio cercano al 7% en el 2022. Estas previsiones, sin embargo, se han realizado antes de las medidas fiscales anunciadas a finales del mes de marzo, por lo que no incorporan su impacto sobre la inflación o la actividad. Tampoco hemos anticipado cuál puede ser el impacto de las medidas que se puedan tomar para moderar los precios de la electricidad. En este sentido, el nuevo escenario de previsiones puede considerarse conservador. Para el 2023, la comparativa de un precio del gas y del petróleo más bajo que el del año anterior haría que la inflación se moderara de forma muy significativa hasta niveles que podrían situarse cerca del 1%, aunque la inflación subyacente estaría por encima del 2,0%.

No obstante, todas estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre, y el alcance de los efectos dependerá de la evolución del conflicto y del impacto de las sanciones, así como del alcance de las medidas que articulen la UE y el Gobierno para mitigar las consecuencias de la guerra.

Oriol Carreras Baquer

1. Para más información acerca del impacto de un aumento del precio del gas y del petróleo en nuestra economía, véase el Focus «El impacto de un aumento del precio del petróleo y del gas en España: posibles escenarios» del IM03/2022.
2. A modo de ejemplo, Rusia es un gran exportador mundial de algunos de los principales metales industriales: neón (70%), paladio (46%), níquel bruto (28%), platino (15%), aluminio (10%) y oro (9%). Si bien las importaciones directas de España de estas materias primas procedentes de Rusia son prácticamente nulas, el impacto nos puede llegar a través de las cadenas de producción globales, puesto que estos materiales se usan en las primeras fases de las cadenas para producir productos intermedios usados en varios sectores más abajo en la cadena.

¿Qué sectores están más afectados por el conflicto de Ucrania?

El *shock* económico que ha supuesto el conflicto bélico en Ucrania está teniendo efectos negativos diferenciados sobre los sectores de actividad de la economía española en función de su intensidad energética, su exposición a determinadas cadenas globales de suministros y sus lazos comerciales con la región.

El principal canal de impacto es el del encarecimiento de los precios de la energía. Los sectores más intensivos en energía son los más afectados directamente, destacando el transporte, la industria auxiliar de la construcción, la pesca, la metalurgia o la industria química (véase el primer gráfico).[1] Además del precio de la energía, también han repuntado los precios de gran parte de las materias primas (metales industriales y productos agroalimentarios) en los mercados globales. En efecto, Rusia es un gran exportador mundial de algunos de los principales metales industriales, como el paladio (28%), el níquel (20%) y el aluminio (9%).[2] A pesar del reducido volumen de las importaciones de estas materias primas procedentes de Rusia, el aumento de los precios internacionales de estos metales encarece las importaciones de materias primas y de productos intermedios que realizamos de otros países. A través de este canal, las industrias más afectadas son la metalúrgica, la fabricación de productos metálicos, de material eléctrico y de maquinaria, y también la industria del automóvil, añadiendo más presión a los problemas que arrastra del año pasado. Además, Ucrania cuenta con varias fábricas de componentes del automóvil, lo que afecta al suministro en las cadenas de valor globales, y es un exportador principal de gases nobles, como el neón, clave en la fabricación de semiconductores.

El sector agroalimentario también se está viendo muy afectado por el aumento de los precios de las materias primas agrícolas (piensos y fertilizantes) y de la energía, que ya exhibían una marcada tendencia alcista antes del estallido del conflicto.[3] También preocupa que se produzca un desabastecimiento de ciertos productos procedentes del denominado «granero de Europa». En efecto, el sector agrario español presenta una alta dependencia en algunos suministros en los que Rusia y Ucrania tienen una elevada cuota de producción mundial, lo que implica mayores dificultades para sustituirlos por otros productores a corto plazo. En concreto, el 63% del aceite de girasol, el 30% del maíz, el 19% del centeno y el 8,6% de los abonos minerales (fertilizantes) que España importó en 2021 procedieron de la región. El encarecimiento de los insumos agrarios repercute directamente sobre los productos agroalimentarios, como los cárnicos y lácteos, y también afecta al conjunto de la cadena agroalimentaria, incluyendo el sector HORECA.

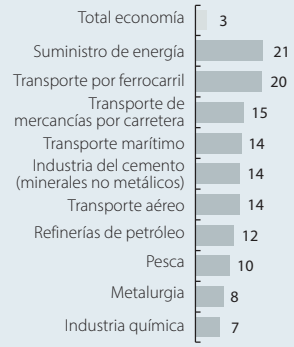
Para paliar esta situación, el Gobierno ha aprobado un plan de choque con medidas por un importe de 6.000 millones de euros para atenuar el aumento de los costes energéticos (rebaja del precio de los combustibles de 20 céntimos por litro) y ayudas directas para los sectores más afectados (agricultura, ganadería, pesca y transporte de mercancías y pasajeros). Además, se establece una nueva línea ICO de 10.000 millones de euros para los sectores más afectados y se extenderá el vencimiento de los ya concedidos.

Pedro Álvarez, Javier Ibáñez de Aldecoa y Judit Montoriol

España: estructura de gastos por sectores

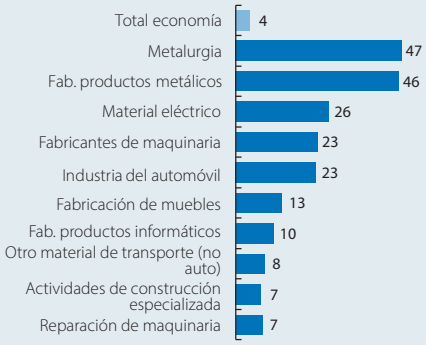
Gasto en energía

(% sobre la producción total de cada sector)



Gasto en minerales metálicos y productos derivados

(% sobre la producción total de cada sector)



Gasto en productos agroalimentarios

(% sobre la producción total de cada sector)

Notas: *Se considera consumo energético el gasto en coque y productos de refino de petróleo, energía eléctrica y gas manufacturado. Los productos derivados de minerales metálicos excluyen maquinaria y bienes de equipo metálicos. Los productos agroalimentarios incluyen tanto productos no elaborados (propios del sector primario) como elaborados (propios de la industria alimentaria).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

1. El impacto final sobre el sector dependerá en gran medida de su capacidad para repercutir el incremento de costes a los precios de venta. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que este nuevo *shock* energético se produce en un momento en el que los márgenes empresariales ya estaban muy presionados.
2. Datos de 2019 del Observatory Economic Complexity (OEC). Durante el primer mes desde el estallido del conflicto, el precio del níquel ha aumentado un 43%, el paladio un 7,7% y el aluminio un 6,1%.
3. Según el índice de precios de los alimentos de la FAO, el precio de los alimentos aumentó un 28% en 2021.

El encarecimiento de la energía, un lastre también para la balanza por cuenta corriente española

Una vez que la pandemia parecía entrar en una nueva etapa de «gripalización», confiábamos en que 2022 iba a ser el año de la reactivación definitiva de los intercambios con el exterior, especialmente los turísticos.[1] Este empuje iba a permitir recuperar el superávit por cuenta corriente, que la pandemia había reducido del 2,1% del PIB de 2019 al 0,8% del PIB en 2020. Sin embargo, estas previsiones se han visto truncadas por el conflicto bélico en Ucrania.

En primer lugar, el encarecimiento de las importaciones de energía impulsará el déficit de la balanza energética, que ya en 2021 alcanzó el peor registro en seis años (25.326 millones de euros frente a los 14.528 millones de 2020), en un contexto de recuperación de las importaciones en volumen y de fuerte repunte de los precios.[2] Teniendo en cuenta que un aumento del precio del Brent de 10 $/barril y del gas de 20 €/MWh encarecen las importaciones netas en unos 6.200 millones de euros (0,5% del PIB), estimamos que en 2022 el déficit energético en España podría ascender hasta aproximarse a los 45.000 millones de euros, la cifra más abultada desde 2010, aunque la existencia de contratos a largo plazo podría aliviar este incremento.

En segundo lugar, si bien las relaciones comerciales con Rusia y Ucrania son reducidas (en 2019 las importaciones procedentes de ambos países representaron el 1,1% y el 0,5% del total, respectivamente), la dependencia es elevada en algunos suministros. Así, el 11% de los productos energéticos que importamos procede de Rusia y el 16% de los cereales y el 10% de los aceites y las grasas provienen de Ucrania.[3] Además, la guerra también repercutirá en los flujos comerciales con el exterior de manera indirecta a través de una menor demanda de nuestros principales socios comerciales.

En cuanto a los flujos turísticos, la exposición directa al turismo ruso es limitada (supuso el 1,6% del total de nacionalidades que nos visitaron en 2019), aunque se trata de un turismo de elevado gasto medio (aportaron casi 2.000 millones de euros ese mismo año, el 2,2% del total). Sin duda el mayor impacto provendrá de la incertidumbre que el conflicto puede provocar en el turismo procedente de los países europeos, principales emisores hacia nuestro país; aunque, por el lado positivo, la percepción de España como un destino seguro podría mitigar dicho impacto.

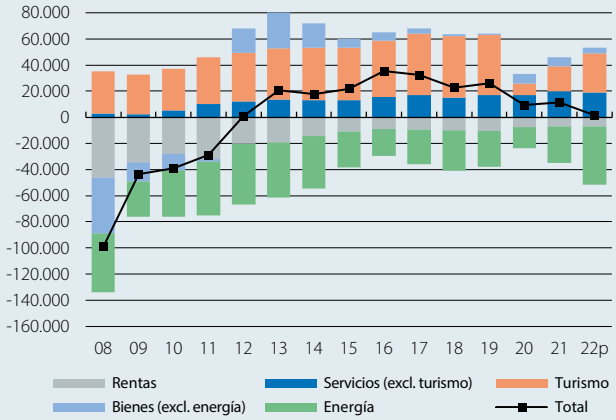
En 2021, un año marcado por una recuperación incompleta de los flujos turísticos internacionales como consecuencia de las sucesivas olas de la pandemia y de la irrupción de la variante ómicron en el tramo final del ejercicio, los datos de turismo en España fueron alentadores: el superávit anotó un extraordinario crecimiento del 122%, hasta 19.158 millones de euros, una buena cifra, si bien aún alejada de los 46.387 millones alcanzados en 2019. Casi 31,2 millones de turistas llegaron a nuestro país, lo que supone una reducción del 62,7% respecto a los 83,5 millones que nos visitaron en 2019. Para 2022, suponiendo que la llegada de turistas se recuperara hasta niveles en torno al 85% de la cifra registrada en 2019, se podría anotar un superávit por turismo en torno a los 30.000 millones de euros.

En definitiva, en este escenario, esperamos para este año un fuerte deterioro del déficit energético, compensado solo en parte por la ampliación del superávit de turismo. En consecuencia, el superávit por cuenta corriente se reducirá considerablemente hasta alrededor del 0,1% del PIB, desde el 0,9% de 2021.

Nuria Bustamante y Sergio Díaz Valverde

España: balanza por cuenta corriente

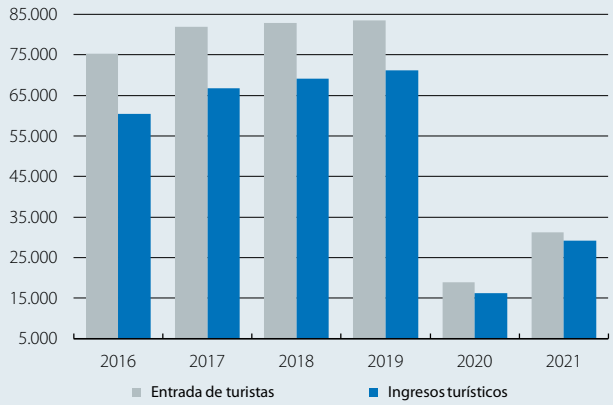
Millones de euros



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

España: evolución del turismo

Miles de personas y millones de euros



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

1. De vital importancia para la economía española, ya que los ingresos por este concepto ascendían al 5,7% del PIB en 2019.
2. Las importaciones energéticas crecieron un 72,3% en 2021, lo que se corresponde con un aumento del 32,8% de los precios (IVUS) y del 31,3% en volumen. Según datos CUCI de Aduanas.
3. Mención especial merece la dependencia del aceite de girasol: dado que Ucrania y Rusia copan casi el 80% de las exportaciones mundiales, la posibilidad de ser sustituido por otros productores es muy baja.

Incertidumbre geopolítica y crecimiento económico: el impacto indirecto del conflicto de Ucrania en España

El conflicto entre Rusia y Ucrania está afectando a nuestra economía de múltiples maneras. Una de ellas, que ya abordamos en otro artículo, es el impacto del aumento del precio de la energía.[1] Otro canal que también merece la pena examinar es el incremento de la incertidumbre, pues cuando esta aumenta, los hogares y las empresas suelen posponer decisiones de consumo e inversión, lo que acaba afectando a la marcha de la actividad económica. En este artículo intentamos arrojar algo de luz sobre esta cuestión.

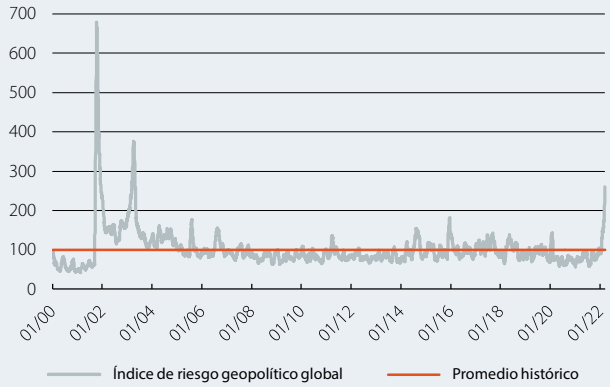
El nivel de incertidumbre es algo muy difícil de medir. De todas formas, en los últimos años se han desarrollado varios índices que nos permiten tener una idea de cómo esta evoluciona prácticamente en tiempo real. Así, según el índice de riesgo geopolítico desarrollado por Iacovello y Caldara, el aumento de la incertidumbre que se ha producido desde el estallido del conflicto ha sido sustancial, tal y como se recoge en el primer gráfico.[2] Tanto es así que el índice, disponible en frecuencia diaria, revela que, desde el inicio de la invasión rusa, el riesgo geopolítico ha aumentado hasta cotas no vistas desde el estallido de la guerra de Irak en marzo de 2003, aunque se sitúa un 30% por debajo de entonces.

Otro índice que también captura bien la evolución del grado de incertidumbre es el índice de incertidumbre política en Europa (EPU) elaborado por Baker, Bloom y Davis.[3] Como se puede observar en el segundo gráfico, el EPU presenta una estrecha relación con los datos de actividad españoles: cuanto más elevado es el índice de incertidumbre, menor suele ser el crecimiento del PIB. Por ejemplo, un aumento del índice de incertidumbre como el que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 fue acompañado de una reducción del crecimiento interanual en el trimestre en cuestión de 1,6 puntos.

Los índices comentados nos ayudan a obtener una idea del nivel de incertidumbre en el que nos encontramos y de su relación con la actividad económica. Pero, cuando aumenta la incertidumbre, normalmente, además, se producen otros fenómenos que afectan también a la actividad económica. ¿Hasta qué punto el aumento de la incertidumbre puede reducir el crecimiento de la caída de la actividad económica? En aras de identificar mejor el impacto directo de la incertidumbre, utilizamos una técnica estadística[4] que permite cuantificar el impacto de un *shock* de incertidumbre de origen externo sobre la economía española a lo largo del tiempo. En este caso, las estimaciones apuntan a que un *shock* de incertidumbre como el observado hasta la fecha a causa de la guerra en Ucrania podría generar una desaceleración del crecimiento interanual del PIB en el 2T 2022 de 0,6 p. p.

Global: riesgo geopolítico

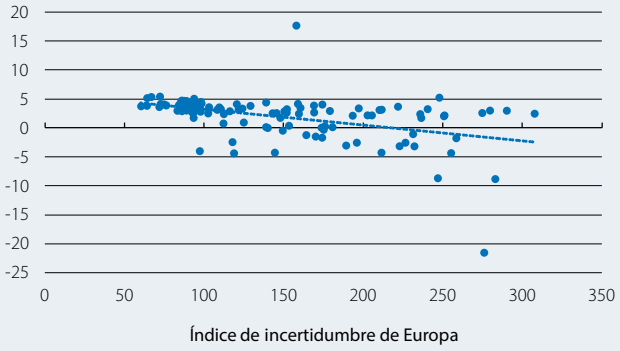
Índice



Notas: *Media móvil de 1 mes. Datos hasta el 18 de marzo de 2022. El índice de riesgo geopolítico (GPR) se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos. Un valor más elevado del índice señala un mayor aumento del riesgo geopolítico.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», American Economic Review, abril, 112(4), pp.1.194-1.225 (datos descargados desde https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm el 18 de marzo de 2022).*

España: actividad económica e incertidumbre política en Europa

Crecimiento del PIB (% variación interanual)



Notas: *Datos de frecuencia trimestral desde el 1T 1996 hasta el 4T 2021. Índice de incertidumbre de Europa de Baker, Bloom y Davis.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

1. Véase el Focus «El impacto de un aumento del precio del petróleo y del gas en España: posibles escenarios» en el IM03/2022.
2. Véase https://www.policyuncertainty.com/gpr.html.
3. Este índice refleja la incertidumbre en Europa medida en la frecuencia relativa de noticias y artículos de periódicos que contienen términos relacionados con la economía, la incertidumbre, la política y las políticas públicas. Regresamos el aumento del EPU sobre el aumento del riesgo geopolítico para ver qué parte se filtra a incertidumbre en Europa. Históricamente un aumento de 100 en índice de riesgo geopolítico se traslada a un aumento de 25 en el EPU. Usando esta relación, trasladamos al EPU el repunte del índice geopolítico tras el estallido de la guerra en Ucrania.
4. La técnica es un vector autorregresivo (VAR). Detalles en las notas del tercer gráfico.

Por tanto, el aumento de la incertidumbre que se está produciendo podría tener un impacto notable sobre la actividad económica. Que acabe siendo así dependerá, sobre todo, de la evolución del conflicto, algo que es muy difícil de prever, pero también de la velocidad y la eficacia de las medidas de política económica que se pongan en marcha.

Por un lado, el BCE ya ha dejado claro que irá adaptando su actuación en función de las circunstancias y que, por tanto, está listo para ajustar los distintos instrumentos que tiene a su alcance si es necesario. Desde la política fiscal es importante que se actúe con rapidez y eficacia, ayudando a los colectivos y a los sectores más afectados por la crisis y creando un marco de confianza para el conjunto de la economía.

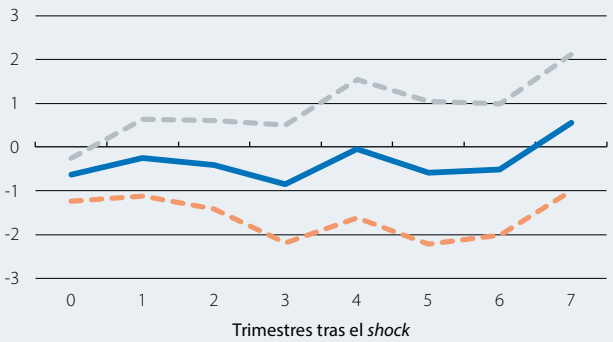
¿Qué canales hemos tenido en cuenta para estimar este impacto por la incertidumbre?

Nuestro modelo captura una erosión del crecimiento económico a causa del impacto del *shock* de incertidumbre en los consumidores, las empresas y los mercados financieros. En el ejercicio suponemos que las variables financieras se ven afectadas en primer lugar por el *shock* y que luego este también se transmite a las variables macroeconómicas de la economía real. Por un lado, analizando un *shock* de incertidumbre coherente con el aumento del índice de riesgo geopolítico observado tras el inicio de la ofensiva rusa, la prima de riesgo tiende a aumentar a corto plazo y, al mismo tiempo, se erosiona la confianza del consumidor. En este contexto, el crecimiento de la inversión se retrae (aproximadamente 1,2 p. p. en términos interanuales), ya que algunas empresas posponen sus planes de inversión hasta tener mayor visibilidad.

El impacto de este *shock* de incertidumbre sobre el crecimiento promedio de 2022 en España podría suponer una reducción de 0,2 p. p.[5] Ahora bien, ello supone que el conflicto se encauza en los próximos meses y que en la segunda mitad del año no se mantiene el mismo grado de incertidumbre. La cronificación del conflicto supondría un mayor peaje en términos de crecimiento.

Javier Garcia-Arenas y Oriol Carreras Baquer

España: respuesta del crecimiento interanual del PIB a un shock de incertidumbre a nivel europeo
(p. p.)



Notas: *Se estima un vector autorregresivo de cuarto orden que incluye los datos trimestrales del índice de incertidumbre política en Europa, la prima de riesgo, el tipo de cambio, el tipo soberano a 10 años, el precio del petróleo, la inflación, la confianza al consumidor, el crecimiento de la inversión y el crecimiento del PIB. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%. Es un* shock *que se desvanece de forma rápida.* Shock *de incertidumbre de magnitud consistente con el repunte de riesgo geopolítico observado entre finales de febrero y mediados de marzo de 2022.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

5. Este impacto es parecido al que obtenemos mediante el modelo semiestructural de CaixaBank Research para la economía española (véase «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para España», Documento de Trabajo 01/21). Según el modelo, la reducción del crecimiento del PIB por el efecto incertidumbre sería de unos 0,3 p. p. cuando consideramos un escenario en el que el conflicto se encauza en unos pocos meses.

Claves del Plan de Choque: ¿qué medidas se van a tomar en España para paliar el impacto de la guerra de Ucrania?

El Consejo de Ministros del 29 de marzo aprobó el Plan de Choque de Respuesta a la Guerra mediante el cual se movilizarán hasta 16.000 millones de euros para mitigar el impacto de la guerra de Ucrania en la economía española. Este paquete costará unos 6.000 millones de euros (el 0,5% del PIB), contará con 10.000 millones de avales ICO y la mayoría de las medidas estarán en vigor entre el 1 de abril y el 30 de junio. A continuación, pasamos a desgranar las principales medidas a partir de tres ejes: las familias, el tejido productivo y el mercado eléctrico.

Medidas para mitigar el impacto en las familias

Una de las principales medidas es la bonificación de 20 céntimos por litro de combustible hasta el 30 de junio para todos los usuarios. El Estado asumirá 15 céntimos y las petroleras 5 céntimos (solo aplica a las que tengan una cifra anual de negocios superior a 750 millones, en el resto de los casos el Estado también asumirá los 5 céntimos). Su coste para las arcas públicas está estimado en 1.423 millones de euros. Es esencial que esta bonificación se realice de forma ágil y coordinada; en este sentido, se aplicará de forma inmediata un descuento en la factura en el propio punto de venta y repostaje, de tal forma que la Agencia Tributaria tendrá que devolverlo en un futuro al vendedor o se podrá solicitar un anticipo a cuenta.

En el ámbito laboral, se establece una prohibición de despidos objetivos para las empresas beneficiarias de ayudas públicas o que reciban bonificaciones por ERTE si se aduce como causa un aumento de los costes energéticos.

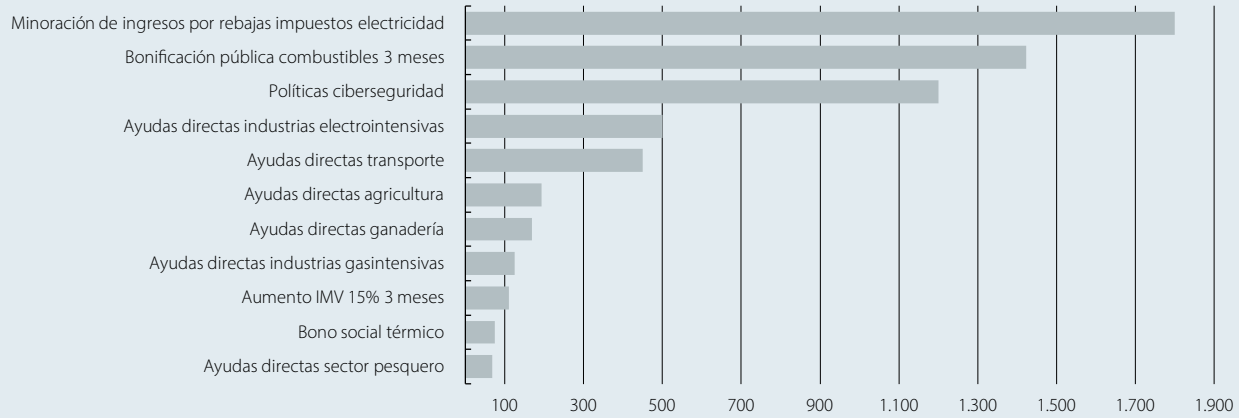
En materia de mercado inmobiliario, las revisiones de precios de los alquileres durante los próximos tres meses no podrán superar la variación anual del índice de garantía de competitividad (IGC). Como legalmente este índice se aplica en valores entre el 0% y el 2%, esta medida está fijando un tope máximo del 2,0%, aunque con un matiz: en el caso de grandes tenedores, el aumento del alquiler en ningún caso podrá superar el aumento del IGC, pero para el resto de propietarios podría excederlo si así se acuerda con el inquilino.

Asimismo, se dará un mayor apoyo a los colectivos más vulnerables: durante tres meses se aumenta un 15% la cuantía de la ayuda del IMV (estimamos que el coste es de unos 110 millones de euros) y se mantendrán hasta el 30 de junio los mayores descuentos del bono social eléctrico (del 60% en lugar del 25% para colectivos vulnerables y del 70% en lugar del 40% para casos graves)[1] en la factura regulada (PVPC), con una novedad: el bono social se extiende a 600.000 nuevas familias (en conjunto, 1,9 millones de hogares beneficiados) tras ampliarlo a todos los perceptores del ingreso mínimo vital con contrato de suministro.

Medidas para mitigar el impacto en el tejido productivo

Las medidas de apoyo al tejido productivo se centran en aquellos sectores más afectados por el aumento de los costes de producción derivado del aumento de precios de la energía y los alimentos tras el inicio de la guerra. En par-

España: principales partidas del Plan de Respuesta a la Crisis
(Millones de euros)



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

1. Para ser considerado «consumidor vulnerable» hace falta que el nivel de renta de la unidad familiar sea igual o inferior: i) 1,5 veces el IPREM 12.159,42 €/año, si no existe unidad familiar o NO hay menores en la misma o ii) 2 veces el IPREM 16.212,56 €/año si además existen circunstancias especiales.

ticular, se canalizarán ayudas directas de 169 millones de euros a los productores lácteos (124 millones para los productores de leche de vaca, 32,3 millones para los productores de leche de oveja y 12,7 millones para los productores de leche de cabra, con un máximo de 35.000 euros por empresa) y de 193 millones de euros para las explotaciones agrícolas. En pesca, se canalizarán ayudas directas de 68 millones de euros que incluyen 18 millones para compensar a los buques pesqueros y 30 millones para compensar a los pescadores por el aumento de costes.

El sector del transporte también recibirá apoyo: además de ser uno de los principales beneficiados por la bonificación generalizada de 20 céntimos por litro de combustible, se inyectarán 450 millones de euros en ayudas directas al sector según el tipo de vehículo (1.250 € por camión, 900 € por autobús, 500 € por furgoneta y 300 € por vehículo ligero).

La industria, gran consumidora de energía, también verá mitigado el importante aumento de sus costes: se destinarán 500 millones de euros en ayudas directas para cubrir el 80% de los peajes hasta fin de año y compensar por los costes indirectos de emisión de CO_2. A ello se suman 125 millones para industria gasintensiva (papel, cartón, vidrio y cerámica). Finalmente, en materia de ciberseguridad se fortalecerá la seguridad de la red 5G con una dotación de 1.200 millones de euros.

A esta batería de ayudas directas, muy focalizadas, se sumará una nueva línea de avales de créditos ICO por 10.000 millones de euros hasta finales de año, cuyos requisitos y condiciones todavía no se han especificado. Asimismo, se flexibilizan las condiciones para ampliar vencimientos en las líneas de avales COVID (no será necesario que la caída de la cifra de negocios fuera superior al 30% en 2020 respecto a 2019) y se otorgará un periodo de carencia adicional de seis meses a los sectores más afectados (transportes por carretera, agricultura, pesca y ganadería).

Medidas en el mercado eléctrico

El Gobierno de España, conjuntamente con el de Portugal, ha presentado a la Comisión Europea una propuesta de fijación de precio de referencia del gas que se utiliza para la producción de electricidad. Este esquema todavía no se ha aprobado, por lo que no forma parte del Plan de Choque, pero resultará clave para mitigar las presiones inflacionistas, la erosión de poder adquisitivo de las familias y los costes de empresas.

Lo que sí que se ha incluido en el Plan es extender hasta el 30 de junio la rebaja de impuestos vigente en la factura eléctrica de pequeños consumidores: IVA del 21% al 10% (que supondrá una merma de ingresos de 217 millones de euros), impuesto especial de la electricidad del 4,11% al 0,5% (merma de ingresos de 224 millones) y suspensión del impuesto del valor de producción de la energía eléctrica IVPEE (merma de ingresos ≈1.356 millones de euros).

Además, se ha procedido a una actualización del régimen retributivo de plantas de energía renovable y uso de residuos. Ello comporta una rebaja en 2022 de cargos del sistema eléctrico de hasta el 55% por valor de 1.800 millones.

Asimismo, se ha prorrogado hasta el 30 de junio la minoración de los «beneficios extraordinarios» en el mercado eléctrico vinculados a los elevados precios del gas, y se amplía su ámbito de aplicación a la energía contratada a plazo y a precio fijo, si dicho precio es superior a 67 €/MWh, tras el aval de la Comisión Europea en su *toolbox* de principios de marzo. Los fondos recaudados se destinarán a reducir los cargos repercutidos a los consumidores.

En definitiva, el Gobierno ha tomado medidas para atenuar el *shock* inflacionista asociado a la guerra en Ucrania. El impacto en déficit será cercano a 0,5 p. p. de PIB. Se trata de medidas temporales que, en consecuencia, no deberían impactar en el déficit estructural y que, en general (la bonificación generalizada a los combustibles es la excepción), están focalizadas en los hogares más vulnerables y en los sectores productivos más perjudicados por el alza de los precios.

Javier García Arenas

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	01/22	02/22	03/22
Industria									
Índice de producción industrial	–9,5	8,7	3,0	28,6	1,9	1,4	1,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–14,0	0,4	–7,3	2,5	2,1	4,4	6,1	9,1	4,4
PMI de manufacturas (*valor*)	47,5	57,0	53,0	59,2	58,9	56,9	56,2	56,9	54,2
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	–12,8	4,7	–19,1	–1,8	15,0	24,6	30,0	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	–12,5	9,6	–17,2	0,7	22,3	32,4	39,9	...	...
Precio de la vivienda	2,1	...	0,9	3,3	4,2	6,4	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–77,3	64,4	–88,0	–75,8	–34,6	64,4	117,8	...	...
PMI de servicios (*valor*)	40,3	55,0	44,3	58,8	59,6	57,4	46,6	56,6	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	–7,1	5,1	–0,3	20,4	–0,4	0,6	4,1	0,9	...
Matriculaciones de automóviles	–29,3	158,0	12,7	661,0	–24,5	–17,1	1,0	6,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,8	–13,3	–22,1	–11,1	–9,1	–10,8	–12,0	–9,4	–27,3
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	4,2	4,5	...
PIB	**–10,8**	**5,1**	**–4,1**	**17,8**	**3,5**	**5,5**	–	–	–

Precios

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
General	–0,3	3,1	0,6	2,6	3,4	5,8	6,1	7,6	9,8
Subyacente	0,7	0,8	0,4	0,1	0,8	1,7	2,4	3,0	3,4

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	01/22	02/22	03/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,0	21,2	–8,1	8,7	15,2	21,2	24,4	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,7	24,8	–14,0	3,3	13,5	24,8	30,3	...	...
Saldo corriente	**9,3**	**11,3**	**8,7**	**9,2**	**11,6**	**11,3**	**9,6**	...	...
Bienes y servicios	16,5	18,2	16,0	17,1	19,2	18,2	16,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	–7,3	–6,9	–7,3	–7,9	–7,7	–6,9	–6,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**13,7**	**22,3**	**13,5**	**15,2**	**19,7**	**22,3**	**20,9**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	6,1	8,9	4,9	4,8	5,8	4,9	5,2	...
A la vista y ahorro	12,3	10,3	14,1	9,2	8,9	9,2	8,8	9,2	...
A plazo y preaviso	–16,5	–24,4	–20,4	–23,5	–26,0	–27,6	–27,5	–26,7	...
Depósitos de AA. PP.	1,0	15,5	11,2	16,3	15,1	19,4	20,1	19,1	...
TOTAL	**7,1**	**6,7**	**9,1**	**5,5**	**5,5**	**6,6**	**5,8**	**6,0**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	1,2	0,3	2,3	–0,4	–0,7	–0,1	0,2	0,2	...
Empresas no financieras	4,9	1,1	7,8	–0,7	–1,9	–0,9	–0,3	–0,3	...
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	–1,2	–1,1	...
Administraciones públicas	3,0	15,3	9,5	17,4	22,7	11,6	3,8	4,5	...
TOTAL	**1,3**	**1,1**	**2,7**	**0,6**	**0,7**	**0,6**	**0,4**	**0,5**	**...**
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.*

La guerra retrasa la recuperación portuguesa, pero no la pone en entredicho

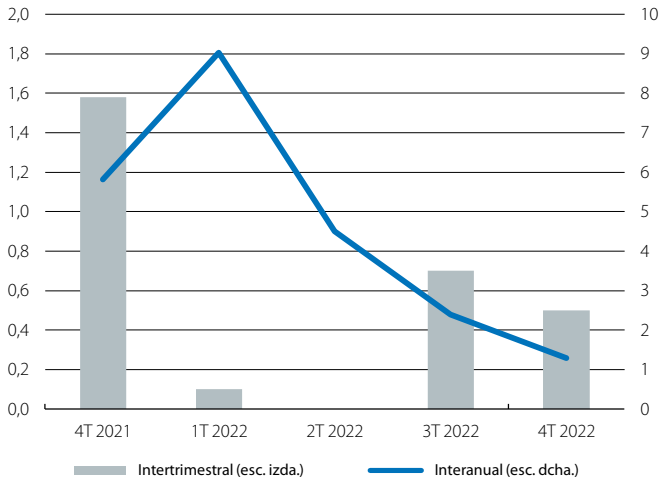
El conflicto bélico en Ucrania condicionará la velocidad de recuperación de la economía de Portugal, retrasando hasta 2023 el restablecimiento de los niveles de PIB anteriores a la pandemia, que, antes de la invasión rusa, fechábamos a mediados de este año. El encarecimiento de los bienes energéticos y el aumento de la cautela por parte de los agentes económicos en sus decisiones de consumo e inversión tendrán un impacto negativo en la actividad y reducirán el crecimiento hasta el 4,2% este año, situándolo solo 7 décimas por debajo de nuestra anterior previsión, gracias al efecto arrastre del dato del 4T 2021, más fuerte de lo que preveíamos (véase el Focus «Portugal: ¿qué impacto tendrá en el crecimiento el conflicto en Ucrania» en este mismo *Informe Mensual*). Esta previsión está sujeta a un elevado grado de incertidumbre y contempla riesgos sesgados a la baja, pero es conservadora, sobre todo si la comparamos con otras previsiones. Por ejemplo, el Banco de Portugal (4,9% en 2022) contempla un escenario más positivo gracias a los fondos europeos, los ahorros acumulados por los hogares durante los distintos periodos de confinamiento (que permitirán absorber el impacto del aumento de los precios) y la permanencia de unas condiciones financieras favorables, todo ello asociado a la expectativa de que el conflicto armado en Ucrania no empeorará. A su vez, el indicador diario del Banco de Portugal creció de media en torno al 8% interanual, lo que podrá traducirse en un crecimiento más fuerte del PIB en el 1T 2022 que el previsto en nuestro escenario.

La inflación supera la barrera del 5%. Marzo marca el sexto mes consecutivo de aumento de la inflación, que, según las estimaciones del INE, se situó en el 5,3% la general (4,2% en febrero) y un 3,8% la subyacente (3,2% en febrero). Se trata de la subida más elevada que se registra desde junio de 1994, y se produce en un contexto geopolítico europeo adverso que, sobre todo, está repercutiendo en los precios de los productos energéticos. Además, constatamos que las altas tasas de inflación se están expandiendo a un mayor número de componentes de la cesta del IPC, especialmente en la categoría de alimentación. En este contexto, prevemos que las presiones inflacionistas se mantendrán elevadas los próximos meses, lo cual explica nuestra reciente revisión para la media anual en 2022 hasta el 5,4%.

En cuanto al sector exterior, el Banco de Portugal prevé que la balanza por cuenta corriente y de capital se vuelva deficitaria en 2022 (–0,7% del PIB), reflejo del aumento del precio previsto para el petróleo, hasta los 103,6 dólares según su escenario. Este impacto desfavorable del encarecimiento de los bienes energéticos en las cuentas externas es ya evidente desde principios de año: en enero de 2022, el saldo de la balanza energética fue de –629 millones de euros, lo que representa un empeoramiento del 67% interanual. Para 2023-2024, el Banco de Portugal estima el retorno al terreno positivo de las cuentas externas, que se beneficiarían de la recepción de los fondos europeos (que representarán de media el 3,9% del PIB en este periodo) y de la mejora de la balanza turística.

Portugal: nuevas previsiones de PIB

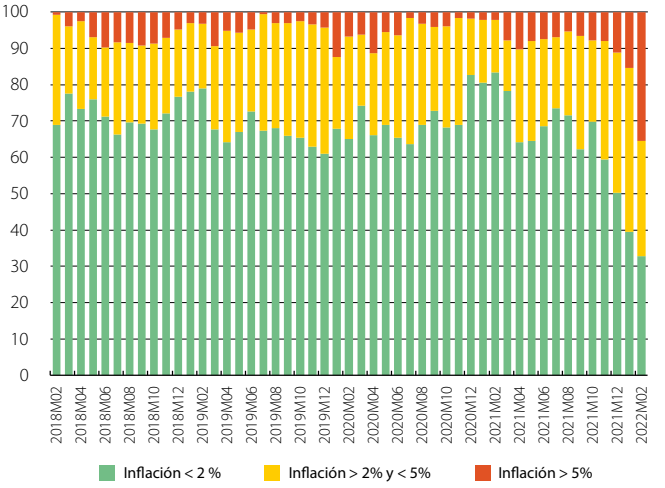
Variación (%) *Variación (%)*



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

Portugal: semáforo de la inflación

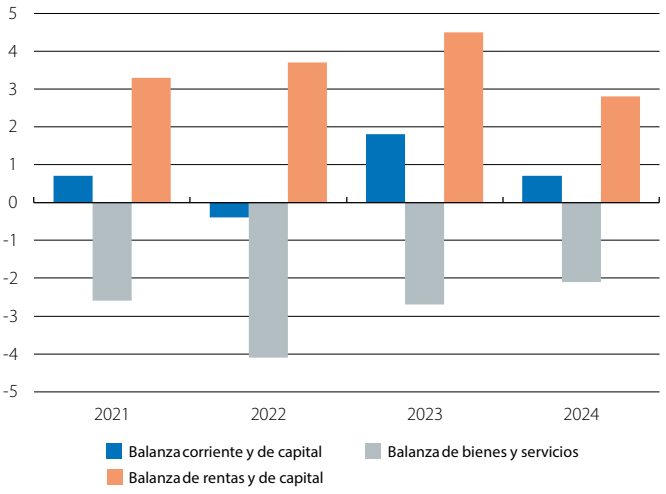
(% de la cesta del IPC)



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

Portugal: balanza corriente y de capital

(% del PIB)



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

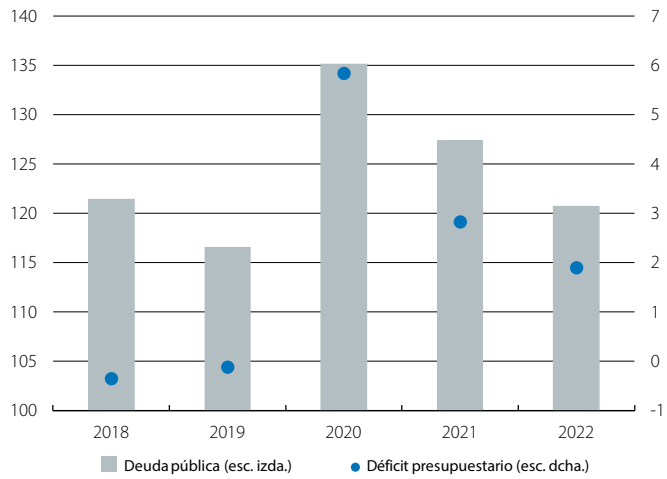
La guerra impedirá una mayor consolidación de las cuentas públicas en 2022. El déficit presupuestario mejoró considerablemente en 2021, hasta el 2,8% del PIB (5,8% en 2020), por debajo de la previsión del Gobierno (4,3%). A ello contribuyó el considerable aumento de los ingresos (+10% interanual), especialmente los fiscales y contributivos, que superaron lo presupuestado gracias al comportamiento positivo del mercado laboral y al crecimiento dinámico de la demanda interna. La incorporación de los datos finales para 2021 comportaría una revisión, hasta valores inferiores al 2% del PIB, de nuestra previsión para 2022 (déficit del 2,9% del PIB). Sin embargo, algunos elementos actuarán en sentido contrario. La guerra en Ucrania ha obligado a implementar medidas de apoyo a familias y empresas ante la subida de precios y cabe esperar un impacto negativo en la recaudación del menor dinamismo de la ocupación y el consumo. Así, la estimación inicial del impacto presupuestario de las medidas se sitúa alrededor de los 520 millones de euros según el Programa de Estabilidad 2022-2026 presentado en marzo por el Gobierno, en el que anticipa un crecimiento del PIB del 5,0% en 2022 y una reducción de la tasa de paro de hasta el 6,0%. En este contexto, el Ejecutivo propone una estimación de déficit del 1,9% del PIB este año y la reducción de la ratio de deuda pública hasta el 120,8% del PIB (127,4% en 2021), previsión que parece optimista en las actuales circunstancias.

2021, un año de notables subidas de precios en el mercado inmobiliario residencial. Los datos del índice de precios de la vivienda del 4T 2021 han situado la revalorización media anual de los inmuebles en un 9,4%, lo que refuerza la tendencia de 2020 (8,8%). El buen desempeño del sector puede atribuirse, en gran parte, a la fortaleza de la demanda: el número de transacciones en 2021 fue el mayor de la serie (165.000) y se situó un 7% por encima del mejor registro anual anterior (de 154.000 en 2018). Por otra parte, la oferta de vivienda de obra nueva es escasa: a pesar de que la vivienda nueva finalizada creció un 11% en 2021, la cifra fue inferior, por segundo año consecutivo, a la registrada anualmente entre 2003 y 2009. En enero de 2022, el indicador de confianza divulgado por Confidencial Imobiliário se situaba también en terreno holgadamente positivo. Sin embargo, ninguno de estos datos incorpora aún las consecuencias de la guerra en Ucrania. Ante los posibles impactos en el ámbito de los presupuestos familiares (vía inflación) y de la confianza de los agentes, anticipamos un desempeño más moderado del mercado inmobiliario en 2022.

No hay señales de empeoramiento de los créditos dudosos. La cartera de crédito al sector privado no financiero mantuvo la trayectoria positiva en febrero (2,7% interanual), gracias al comportamiento positivo de la cartera de crédito a la vivienda (+2,9%) y de las nuevas operaciones de vivienda (+28,1% en el cómputo acumulado del año hasta febrero). A su vez, el crédito al consumo mantuvo el dinamismo (3,7%), mientras que la cartera de crédito a las empresas desaceleró hasta el 1,6% (2,6% en enero). Por su parte, los préstamos dudosos continúan reduciéndose y la ratio de morosidad se situó en el 3,6% en el 4T, –0,4 p. p. respecto al 3T. Cabe añadir, asimismo, la reciente recomendación del Banco de Portugal, que vincula los plazos máximos de vencimiento de los nuevos créditos a la edad de los prestatarios.

Portugal: déficit presupuestario y deuda pública

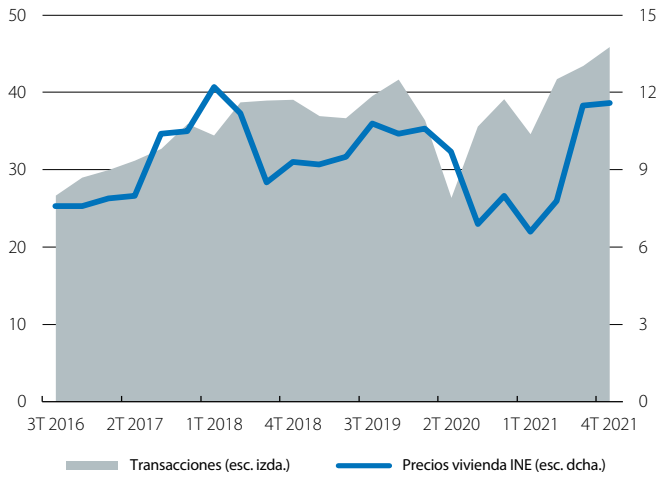
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Portugal: transacciones y precios de la vivienda

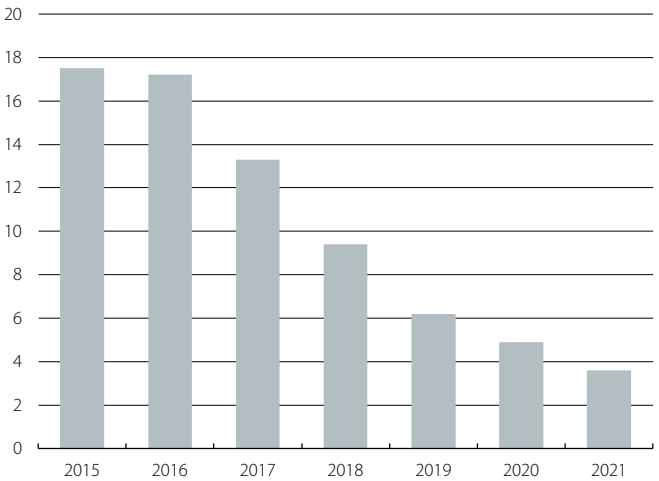
Miles *Var. interanual (%)*



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

Portugal: evolución de la ratio de morosidad

Final del periodo (%)



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

Portugal: ¿qué impacto tendrá en el crecimiento el conflicto en Ucrania?

Hasta el 24 de febrero, día en el que las tropas rusas invadieron Ucrania, las perspectivas para el crecimiento de la economía portuguesa en 2022 eran muy positivas. Por un lado, porque la dinámica que arrastraba 2021 ya generaba, por sí sola, un crecimiento de 3,7 p. p. (el llamado *carry-over effect*). Y, por otro, porque se esperaba un buen comportamiento de la inversión, del consumo y de las exportaciones: la inversión se beneficiará de la recepción de los fondos europeos y de la implementación del PRR; el consumo, de la acumulación de ahorros y de las intenciones de gasto aplazadas durante los confinamientos, y el turismo, de la recuperación de la movilidad permitida por el mayor control de la pandemia. Por todo ello, antes del día 24 de febrero nos disponíamos a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2022 (4,9%) hasta un 5,5%-6%.

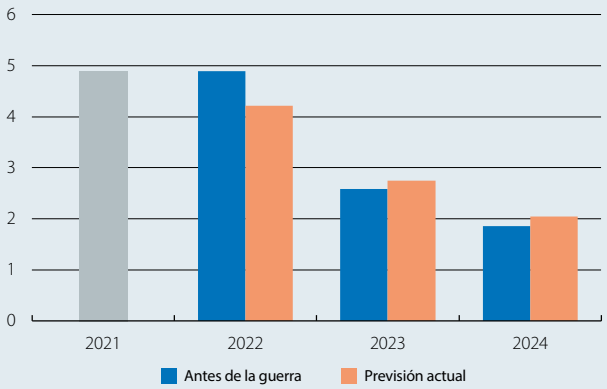
Sin embargo, la guerra ha dado un vuelco a la situación y en lugar de revisar al alza nos vemos obligados a revisar a la baja nuestras previsiones: ahora estimamos que, en 2022, el crecimiento podrá reducirse hasta el 4,2%, 7 décimas menos que nuestra previsión anterior. Esta previsión se encuentra sujeta a un elevado nivel de incertidumbre.

Probablemente, el impacto más significativo vendrá de la mano del aumento de los precios del gas, e indirectamente de la electricidad, y del petróleo. Pero hay otros, sobre todo relacionados con la confianza de los agentes económicos, que pueden ralentizar la recuperación del consumo y del turismo, y empeorar la prima de riesgo de Portugal.

Como punto de partida, para estimar la nueva tasa de crecimiento esperada en 2022, hay que tener en cuenta que el crecimiento en el 4T 2021 resultó más fuerte que el incorporado en nuestras previsiones, lo que tiene un impacto positivo equivalente a 1 p. p. en el crecimiento de 2022, compensando en parte los impactos negativos derivados del conflicto.

Dicho esto, en un escenario en el que el precio medio del petróleo se sitúe en torno a los 105 dólares por barril (cerca de 16 dólares más que en nuestro escenario inicial) y que el gas aumente, en términos medios, hasta niveles cercanos a 125 euros por megavatio (50 euros más) y suponiendo, como parece razonable, que la demanda de este tipo de bienes es relativamente rígida (ya que el consumidor no consigue sustituirlos fácilmente ante un aumento de precio), estimamos que el encarecimiento de los precios de la energía podría restar 1,1 p. p. al crecimiento del PIB.

Portugal: crecimiento del PIB previsto
Crecimiento anual (%)



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

El posible impacto sobre la recuperación del turismo también puede tener un coste en términos de crecimiento. Aunque es más difícil de estimar, si bien Portugal podría beneficiarse del desplazamiento de la demanda de territorios más cercanos al conflicto y también porque se percibe como un destino seguro, es probable que los movimientos turísticos se vean afectados por el deterioro de la confianza y la pérdida de poder adquisitivo de las familias a causa del aumento de la inflación. Estimamos que ello puede restar 3 décimas al crecimiento.

El empeoramiento de los costes de financiación de la economía portuguesa, asociados a la finalización de los programas de compra de deuda del BCE[1] o los movimientos de fuga hacía la calidad, habitual en periodos de mayor incertidumbre, también tendrá un impacto desfavorable en el crecimiento, que estimamos en 2 décimas. Finalmente, otros impactos asociados al aplazamiento de decisiones de consumo y de inversión, motivado por la mayor incertidumbre, como la necesidad de gastar más en energía, podrá restarle 1 décima al crecimiento.

En resumen, este primer intento de construcción de un nuevo escenario para el crecimiento de la economía portuguesa (teniendo en cuenta el conflicto entre Rusia y Ucrania y suponiendo que las tensiones se relajen a lo largo de la segunda mitad del año) retrasaría hasta el inicio de 2023 la recuperación de los niveles previos a la COVID, que antes situábamos a mediados de 2022.

Teresa Gil Pinheiro

1. El BCE finalizará este año el programa de compra de deuda, pero continuará reinvirtiendo los vencimientos de deuda, lo que asegura una importante presencia en el mercado de deuda soberana.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Índice coincidente de actividad	–5,3	2,6	2,4	4,8	5,2	...	5,5	5,5	...
Industria									
Índice de producción industrial	–6,9	4,5	25,0	–4,7	–1,5	...	–3,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–15,8	–5,7	–5,0	–1,5	–2,7	–1,2	–1,5	–0,5	–1,6
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	11,9	–28,8	–1,6	–7,6	...	12,8	...	...
Compraventa de viviendas	–11,2	20,5	58,2	22,1	17,2	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	8,3	8,6	8,5	8,7	11,0	...	10,4	11,9	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	–76,2	52,0	–74,2	–38,7	52,0	...	92,7	176,0	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	–21,6	–2,9	–9,9	5,5	11,9	9,5	10,7	9,1	8,8
Consumo									
Ventas comercio minorista	–3,0	4,5	16,0	2,8	6,7	...	10,5	15,8	...
Indicador coincidente del consumo privado	–6,2	4,2	4,5	7,0	6,4	...	5,4	4,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–22,4	–17,2	–17,3	–13,6	–13,5	–19,3	–18,7	–17,1	–22,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada	–1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	...	4,6	4,2	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	...	5,8	5,8	...
PIB	**–8,4**	**4,9**	**16,5**	**4,4**	**5,9**	**...**	–	–	–

Precios

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
General	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	3,8	3,3	4,2	5,3
Subyacente	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	2,8	2,4	3,2	3,8

Sector exterior

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	...	21,3	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	–14,8	21,2	1,8	10,3	21,2	...	26,4	...	...
Saldo corriente	**–2,1**	**–2,4**	**–1,6**	**–1,9**	**–2,4**	**...**	**–2,6**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–3,9	–5,6	–4,1	–4,4	–5,6	...	–6,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	...	3,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**0,0**	**1,4**	**0,6**	**1,5**	**1,4**	**...**	**0,8**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	...	9,1	8,3	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	...	15,7	14,2	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	...	1,4	1,4	...
Depósitos de AA. PP.	–21,0	–4,1	–15,0	–5,2	–4,1	...	–1,6	–2,1	...
TOTAL	**8,9**	**9,0**	**7,7**	**8,2**	**9,0**	**...**	**8,8**	**8,0**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	...	3,0	2,7	...
Empresas no financieras	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	...	2,6	1,6	...
Hogares - viviendas	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	...	2,9	2,9	...
Hogares - otras finalidades	–1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	...	4,1	4,7	...
Administraciones públicas	–4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	...	4,5	6,0	...
TOTAL	**4,2**	**2,9**	**4,4**	**4,2**	**2,9**	**...**	**3,0**	**2,8**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**4,9**	**3,6**	**4,3**	**4,0**	**3,6**	**...**	–	–	–

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.

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 Agroalimentario 1S 2022

Junto con la situación y perspectivas del sector agroalimentario en el contexto de la guerra de Ucrania, analizamos la importancia de la gestión sostenible de los recursos hídricos y el valor del sector oleícola en España.

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

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618