

# IM06

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 468 | JUNIO 2022



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO GLOBAL

---

*Tiempos de cambio para la política económica*

*Sobre la reducción del balance de los bancos centrales*

*La subida de tipos en la eurozona, a examen*

*En Portugal, la inflación moderará la tasa de ahorro de las familias*

## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO EN ESPAÑA

---

*La buena dinámica del mercado laboral español*

*El Plan de Estabilidad 2022-2025: ajuste del déficit público gracias al ciclo económico*

*Buenas perspectivas para el sector turístico*

*Tendencias de largo plazo de la inversión en España*

*Tendencias de corto plazo de la inversión en España*

## INFORME MENSUAL

Junio 2022

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

### CaixaBank Research

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

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

#### Enric Fernández

Economista jefe

#### José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

#### Oriol Aspachs

Director de Economía Española

#### Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

#### Clàudia Canals y Nuria Bustamante

Coordinadoras del *Informe Mensual*

### BPI Research (UEEF)

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

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

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

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

31 de mayo de 2022

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

- 9 *Sobre la reducción del balance de los bancos centrales*  
Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

### 12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *La subida de tipos en la eurozona, a examen*  
Eduard Llorens i Jimeno y Rita Sánchez Soliva

### 18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 20 *El Plan de Estabilidad 2022-2025: ajuste del déficit público gracias al ciclo económico*  
Javier García-Arenas

- 22 *Buenas perspectivas para el sector turístico*  
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

- 24 *Tendencias de largo plazo de la inversión en España*  
Oriol Carreras

- 26 *Tendencias de corto plazo de la inversión en España*  
Oriol Carreras

### 29 ECONOMÍA PORTUGUESA

- 31 *En Portugal, la inflación moderará la tasa de ahorro de las familias*  
Teresa Gil Pinheiro

## La buena dinámica del mercado laboral español

La lluvia de malos augurios que barrunta el difícil contexto que nos ha tocado vivir esconde una realidad mucho más esperanzadora: la buena dinámica del mercado laboral español. Su evolución reciente no cesa de sorprendernos, y de manera positiva. Merece la pena destacarlo.

Lo primero que llama la atención es la velocidad a la que se ha recuperado el empleo. Cuando estalló la pandemia, la ocupación se desplomó (recordemos que entre abril y mayo de 2020 cerca de 3 millones de personas dejaron de trabajar de la noche a la mañana), pero, desde entonces, se ha recuperado de forma prácticamente ininterrumpida. En mayo de este año ya había cerca de un millón más de personas trabajando que antes de la llegada de la COVID. El empleo ha mantenido una tendencia muy positiva y, hoy, el número de personas afiliadas a la Seguridad Social que está trabajando ya es el más elevado de la historia. Este apunte, por sí solo, ya debería propiciar un tono mínimamente positivo en cualquier análisis de la realidad económica actual.

Naturalmente, no todas las noticias son igual de positivas. El aumento de los precios, especialmente acusado en la electricidad y los carburantes, pero que se está generalizando al conjunto de los bienes y servicios que consumimos, está erosionando la capacidad de compra de los hogares. Los ingresos salariales por empleado aumentaron un 2,4% interanual en el mes de abril, según el indicador en tiempo real de CaixaBank Research, mientras que la tasa de inflación general escaló hasta el 8,7% en mayo. Sin embargo, cabe resaltar que los ingresos salariales totales, que tienen en cuenta la evolución por empleado y el crecimiento del número de empleados, están creciendo de forma más dinámica gracias al elevado ritmo de creación de empleo. En el 1T, este agregado aumentó un 7,2% interanual. Entre este año y el que viene se podrían crear más de 800.000 puestos de trabajo, y la tasa de paro podría acercarse al 12%, un nivel elevado, pero que no se alcanzaba desde 2008. La inflación, en cambio, se espera que se modere de forma notable el próximo año hasta cotas no tan alejadas del 2%.

Mantener un elevado dinamismo del empleo es especialmente relevante porque aumenta los ingresos salariales de las personas que se encuentran en una situación más vulnerable. El mejor reflejo de esta dinámica es el rápido descenso de la desigualdad al que estamos asistiendo. Según el Monitor de Desigualdad en tiempo real de CaixaBank Research ([www.inequality-tracker.caixabankresearch.com](http://www.inequality-tracker.caixabankresearch.com)), la desigualdad medida con los ingresos salariales ya se ha reducido hasta los niveles previos a la crisis. Incluso los colectivos que más han sufrido durante la pandemia, como los jóvenes, las personas nacidas fuera de España o las mujeres, presentan niveles de desigualdad muy similares y en algunos casos inferiores a los que presentaban antes de la pandemia.

La recuperación del mercado laboral también está teniendo un elevado impacto social, porque es generalizada a nivel geográfico y entre sectores, y porque el empleo que se está creando es de mayor calidad. Vayamos por partes. Esta no ha sido una crisis en la que amplios colectivos de la población se hayan quedado atrás. Hoy en día, todas las comunidades autónomas ya registran niveles de empleo superiores a los que tenían antes del estallido de la pandemia. También todos los sectores han superado ya las referencias previas a la pandemia. Además, en algunos casos se sitúan en niveles claramente superiores a los que presentaban hace dos años y, por tanto, han ganado protagonismo. Entre ellos destacan sectores como las actividades profesionales, científicas y técnicas, o los sectores de la información y las comunicaciones. Pero más allá de los casos puntuales, podemos afirmar que durante los últimos dos años han ganado peso aquellos en los que el salario promedio es más elevado. Finalmente, cabe resaltar el elevado dinamismo de la contratación indefinida, de tal forma que la tasa de temporalidad se ha reducido en 5 p. p. este año y ya se sitúa en el 22%, aunque es cierto que buena parte de esta reducción se debe a la sustitución de contratos temporales por fijos discontinuos.

En el contexto actual, puede sorprender la buena dinámica del mercado laboral español. Y, ciertamente, no todo son buenas noticias. La tasa de paro sigue siendo inaceptablemente elevada. La tasa de temporalidad, a pesar de la dinámica reciente, aún sigue por encima de los estándares europeos, y hay varios colectivos que siguen copando los empleos más precarios. La lista de cosas a mejorar es mucho más larga, pero, cuando aparece un rayo de luz en medio de la lluvia de malos augurios, hay que destacarlo.

**Oriol Aspachs**  
Junio 2022

## Cronología

### MAYO 2022

- 7** Los talibanes reintroducen el velo islámico obligatorio a las mujeres.
- 22-26** Foro Económico Mundial en Davos.
- 25** Nuevo tiroteo masivo en EE. UU. en una escuela de primaria.

### 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.

### ABRIL 2022

- 1-31** Continúa la guerra ruso-ucraniana mientras Rusia suspende el suministro de gas a Bulgaria y Polonia. China confina numerosas ciudades ante el nuevo brote de COVID.
- 24** Emmanuel Macron es reelegido presidente de Francia.

### 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.

## Agenda

### JUNIO 2022

- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 8** Portugal: cifra de negocios en la industria (abril).
- 9** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 10** España: *rating* Fitch.
- 14-15** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 16** España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 23** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril). Portugal: precios de la vivienda (1T).
- 23-24** Consejo Europeo.
- 24** España: contabilidad nacional trimestral (1T). España: balanza de pagos y PIIN (1T). Portugal: tasa de ahorro de los hogares (1T).
- 29** España: avance del IPC (junio). Portugal: empleo y desempleo (mayo). Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
- 30** España: tasa de ahorro de los hogares (1T). España: ejecución presupuestaria del Estado (mayo). Portugal: tasa de morosidad (1T).

### JULIO 2022

- 1** Portugal: producción industrial (mayo).
- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 5** Portugal: crédito de nueva concesión (mayo).
- 11** España: cuentas financieras (1T). Portugal: comercio internacional (mayo).
- 15** China: PIB (2T).
- 21** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Portugal: crédito al sector privado no financiero (mayo).
- 26** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 26-27** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 28** España: encuesta de población activa (2T). Eurozona: índice de sentimiento económico (julio). EE. UU.: PIB (2T).
- 29** España: avance del PIB (2T). España: avance del IPC (julio). España: ejecución presupuestaria del Estado (junio). Portugal: avance del PIB (2T). Eurozona: PIB (2T).

## Tiempos de cambio para la política económica

El escenario económico global sigue afrontando los efectos de un triple *shock* sobre la oferta mundial (cuellos de botella, conflicto bélico y política de COVID cero) que mantiene tensionados los precios de las materias primas, sigue deteriorando la confianza de los agentes económicos y ha encendido las señales de alerta en los mercados financieros con un aumento de la volatilidad y fuertes correcciones en las cotizaciones. Pese a todo lo anterior y a la escasa información publicada del 2T, parece que la actividad se mantiene en territorio positivo gracias al buen comportamiento del sector servicios, a la solidez que sigue mostrando el mercado laboral en un buen número de países y al exceso de ahorro acumulado en los dos últimos años. La incertidumbre sigue pesando en el ánimo de empresarios e inversores, pero el ciclo de actividad muestra una elevada resiliencia, aunque queda mucho partido por jugar antes de terminar el año.

En este contexto, los bancos centrales ya están acelerando el endurecimiento de las condiciones financieras, intentando eliminar presiones en el lado de la demanda, al menos mientras la oferta siga sometida a todo tipo de obstáculos. Las subidas de tipos de interés están siendo generalizadas (con excepciones, como el caso de Japón), intentando minimizar el riesgo de efectos de segunda ronda que se está intensificando con la aproximación de las lecturas subyacentes de inflación al 5% e, incluso por encima, en el caso de EE. UU. No es fácil anticipar el comportamiento de las dinámicas de precios en un escenario tan atípico como el actual, con tantos *shocks* interactuando a la vez. El enfriamiento de la actividad y los efectos de base en los precios que cabe esperar para finales de este año pueden reducir de forma apreciable la distancia a los objetivos de los bancos centrales. Pero probablemente no será suficiente y, en todo caso, el riesgo es asimétrico, pues no será sencillo repartir de forma equitativa entre los agentes (pacto de rentas) un deterioro tan marcado de la renta como el que ya se está produciendo.

Por tanto, la elevada incertidumbre que sigue caracterizando al escenario económico afectará especialmente a la política monetaria, que puede tanto pasarse como quedarse corta a la hora de abordar un problema inesperado, especialmente teniendo en cuenta los retardos con los que funciona. Sin embargo, lo que está claro es que a corto plazo no es sencillo que la política monetaria consiga restaurar el equilibrio entre oferta y demanda. En cualquier caso, el viraje monetario que se viene produciendo desde principios de año era indispensable para mantener ancladas las

expectativas de precios de los agentes, en un contexto de continuas sorpresas negativas en la inflación. En este entorno, la principal novedad de las últimas semanas está siendo el cambio en la estrategia del BCE que, al anticipar sendas subidas de tipos en las reuniones de julio y septiembre, ha reflejado que la balanza de riesgos empezaba a suponer una clara amenaza para su objetivo de inflación a medio plazo. El preanuncio ha servido para frenar el deterioro que estaba experimentando la cotización del euro frente al dólar, aproximándose a la paridad. En un mundo sometido a transformaciones de todo tipo y en el que, no hace tanto, existía la amenaza larvada de una guerra de divisas, parece que los bancos centrales vuelven a tener en cuenta la fortaleza de los tipos de cambio tanto por el efecto positivo en inflación, como por la confianza que transmite a unos inversores muy castigados desde principios de año por las correcciones experimentadas tanto en el mercado de bonos como en el de renta variable, anulando la inmunización de las estrategias tradicionales de diversificación de carteras.

Con la política monetaria dirigiéndose al menos hacia zona neutral, lo que puede suponer niveles de tipos de interés de llegada en la zona del 2,75%-3% en EE. UU. y del 1,25%-1,75% en Europa, la gran incógnita es el papel que puede y debe jugar el lado fiscal y, por tanto, si la respuesta de política económica va a ser equilibrada o no. Después de la lógica respuesta inicial al choque energético provocado por el conflicto bélico, las políticas presupuestarias parecen estar en tierra de nadie entre los efectos de los paquetes fiscales aprobados hace dos años, las dudas sobre los siguientes pasos a dar a corto plazo y el temor al riesgo de fragmentación. Algo lógico, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria conllevará un cambio en las reglas del juego y una mayor atención de los inversores a la solvencia fiscal, como ya estamos viendo con la subida de la prima de riesgo italiana. De la misma manera, aunque el año que viene se mantendrá suspendida la aplicación del Pacto de Estabilidad en Europa, la recomendación es volver a una política fiscal neutral (con el gasto creciendo menos que el crecimiento potencial) mientras se perfilan las nuevas reglas que entrarán en vigor en 2024. En todo caso, mantener un tono fiscal marcadamente expansivo en un contexto como el actual limitaría la efectividad de la política monetaria para atacar el problema inflacionista. Y la experiencia histórica nos dice que es bueno que las políticas monetaria y fiscal vayan de la mano.

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
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	2,75	3,00
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	2,90	2,95
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	3,40	3,25
Deuda pública 2 años	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	2,75	2,60
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,15	3,10
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,25	1,00
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,75	1,50
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,35	1,35
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,35	1,32
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	0,43	1,37
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	0,65	1,39
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,88	1,42
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	0,90	1,45
Deuda pública 10 años	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,25	1,85
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,51	2,01
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	1,72	2,21
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	2,45	2,85
Prima de riesgo	11	171	71	62	73	120	100
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	1,62	2,18
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	1,88	2,38
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	2,45	2,85
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	120	100
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,10	1,18
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,84
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	100,5	85,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	92,3	72,4

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	2,9	-3,1	6,1	3,2	3,7
<b>Países desarrollados</b>	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	2,3
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,4	1,9
Eurozona	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,6	3,0
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	2,8	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	6,6	2,0
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	1,7	1,6
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,3	7,4	3,6	0,1
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,8	3,6	4,7
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	3,7	5,2
India	7,2	7,0	4,5	-6,7	9,0	7,5	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,2	4,8	1,9	2,3
Rusia	7,2	1,2	2,2	-2,7	4,8	-8,1	-0,3
Turquía	5,5	4,9	0,9	1,8	11,0	3,3	3,9
Polonia	4,2	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,7	3,3
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,1	4,2
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	5,9	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,0	2,5
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	6,8	2,3
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	6,9	2,4
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,2	1,7
Italia	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,2	1,9
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
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	1,5	0,8
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	6,8	2,5
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,0	5,6
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	2,1	1,8
India	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	5,4	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	8,7	4,7
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	6,2	4,0
Rusia	14,2	8,2	4,5	3,4	6,7	14,0	7,5
Turquía	22,6	9,1	15,2	12,3	19,6	52,3	23,4
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	8,8	5,1

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	-0,2	5,2
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,6	0,3
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,6	4,7
Bienes de equipo	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	10,7	4,1
Construcción	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,6	5,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	1,4	3,9
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	13,0	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	2,5
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
<b>Otras variables</b>							
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	4,9	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	2,0	1,8	1,6	1,7	1,7
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,8

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

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	0,3	3,3	-7,1	4,5	5,9	2,4
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,2
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-1,2	5,4	-2,7	6,4	5,1	6,7
Bienes de equipo	3,2	2,7	1,6	-6,2	12,5	-	-
Construcción	-1,5	-3,5	7,7	1,6	4,0	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,1	5,1	2,9
Exportación de bienes y servicios	5,2	4,0	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,0
Importación de bienes y servicios	3,6	2,5	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,9
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,7	0,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	5,9	5,7
Índice de precios de consumo	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-1,1	-2,2	-1,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	0,1	1,2
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,6	0,1	-5,8	-2,8	-1,7	-0,7

■ Previsiones

## Los temores de recesión sacuden a los mercados financieros

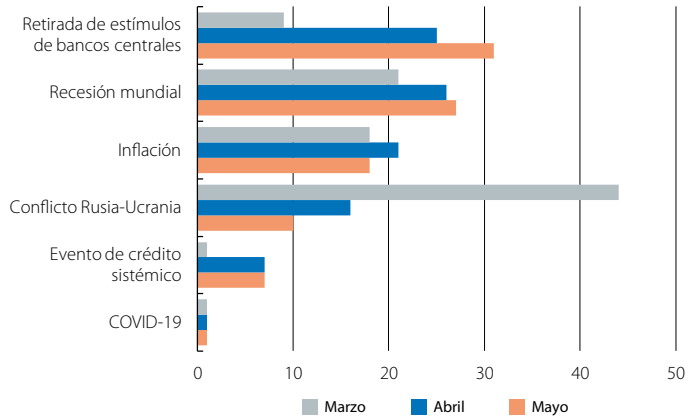
**El sentimiento del inversor se mantiene muy frágil.** Los mercados financieros continuaron operando bajo un escenario de mucha incertidumbre y volatilidad. Tras tres meses desde el inicio de la invasión rusa en Ucrania, el conflicto ha dejado de figurar como el principal factor de riesgo entre los inversores, que se muestran más preocupados por las señales de debilitamiento en la recuperación económica mundial y, principalmente, por la urgencia de los bancos centrales a retirar los estímulos monetarios, ante la persistencia de las presiones inflacionistas. Los temores a un *hard landing* alimentaron una mayor demanda por activos considerados refugio y una huida generalizada de los activos de riesgo. La turbulencia en los mercados está ocasionando un fuerte tensionamiento en las condiciones financieras, convirtiéndose en un viento de cola adicional en el ya complicado panorama macroeconómico mundial.

**Sell off bursátil, apreciación del dólar y corrección en los tipos soberanos.** En este contexto, las bolsas internacionales descendieron de forma notable en gran parte de mayo, una tendencia que, no obstante, se revertió en las últimas jornadas del mes. La caída ha sido más pronunciada en los índices estadounidenses, donde el S&P 500 acumuló un descenso del 14% desde el pico a inicios de año, equivalente a la mitad de las pérdidas durante la primera oleada de la COVID-19 en la primavera de 2020. En Europa, el comportamiento ha sido más mixto, con caídas acumuladas desde el pico del 12% en el DAX alemán y del 4% en el IBEX español. La fuerte volatilidad se reflejó también en una apreciación del dólar, que llegó a cotizar en el 1,038 frente al euro, pero que posteriormente cedió para cerrar el mes en torno al 1,07. Por su parte, la rentabilidad de la deuda soberana se corrigió de forma notable en EE. UU. (-9 p. b. hasta el 2,84% para el bono con vencimiento a 10 años), pero ascendió en Alemania (+18 p. b. hasta el 1,1%), mientras que las primas de riesgo en la deuda periférica de la eurozona se ampliaron.

**Consenso en el BCE para subir tipos en julio.** En la eurozona, la intensificación de las presiones inflacionistas desató un endurecimiento en la narrativa del BCE para remover las medidas de expansión monetaria. De este modo, las declaraciones de sus miembros ya dan por hecho que las compras netas de activos cesarán este trimestre mientras apuntan a un consenso para iniciar el ciclo de subida en los tipos oficiales en julio. En un *post* en la página del banco central, su presidenta, Christine Lagarde, señaló que espera que el periodo de tipos negativos finalice tan pronto como en el 3T, si bien también enfatizó que el proceso de normalización se realizará de forma gradual y con flexibilidad. En contraste, los miembros más *hawkish* del Consejo de Gobierno han puesto sobre la mesa la posibilidad de subidas más agresivas a corto plazo, en línea con lo que cotizan los implícitos en los mercados monetarios (subidas de 100 p. b. este año).

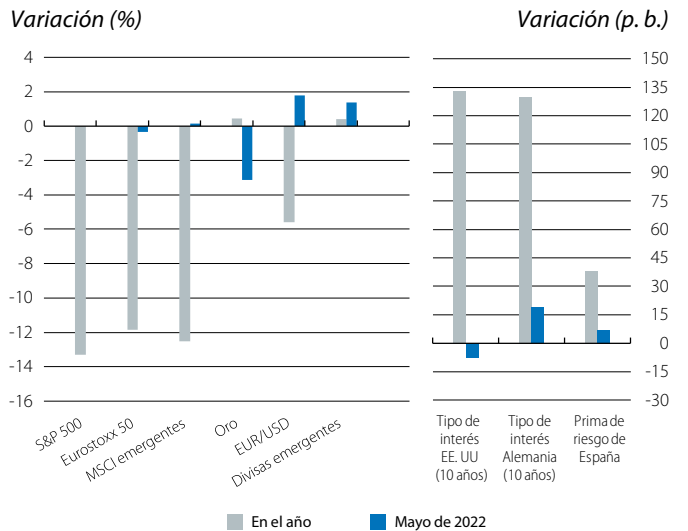
**La Fed sube tipos en 50 p. b. y anuncia la reducción del balance.** Entre tanto, en su anticipada reunión de mayo, la Reserva

### Encuesta: ¿cuál consideras que es el principal riesgo de cola en los mercados financieros? (% del total de encuestados)



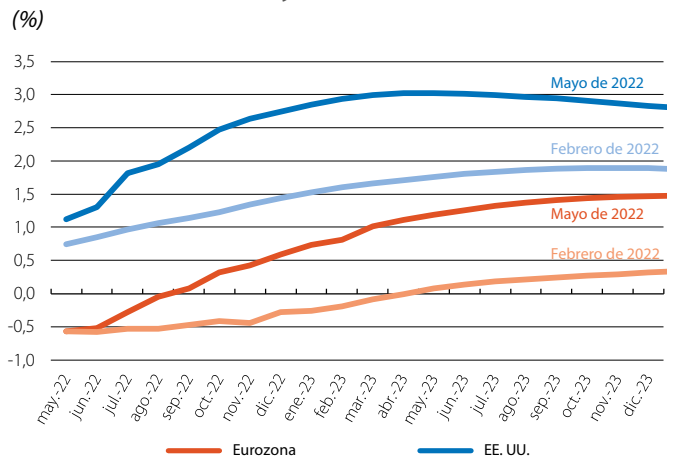
**Nota:** Encuesta realizada entre 288 gestores de activos en diferentes países en las primeras semanas del mes de referencia.  
**Fuente:** Bank of America Global Fund Manager Survey.

### Variables financieras seleccionadas



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

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



**Nota:** Forwards sobre el EFRR 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.

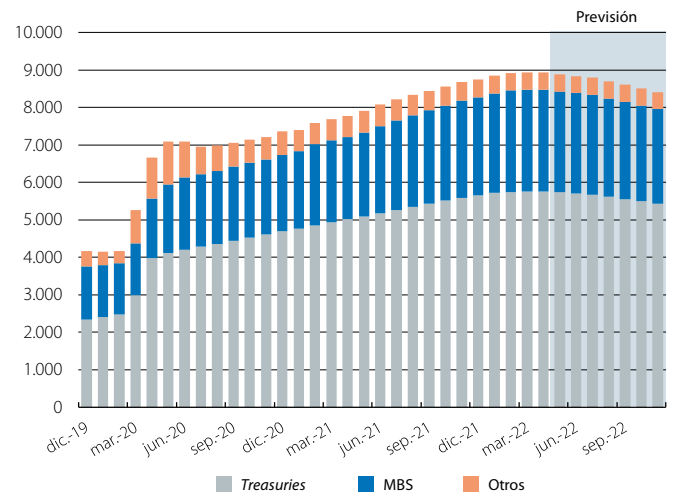
Federal de EE. UU. subió los tipos de interés en 50 p. b. hasta el intervalo del 0,75%-1,00% y anunció que desean llevar los tipos a niveles más normales próximamente, con subidas similares en las siguientes dos reuniones (junio y julio), según su presidente, Jerome Powell. Asimismo, la Fed iniciará la reducción del tamaño de su balance a partir de junio, a un ritmo más rápido que en el ciclo anterior (para más detalle véase el Focus «[Sobre la reducción del balance de los bancos centrales](#)» en este mismo informe). Según explicó Powell, la economía de EE. UU. está bien posicionada para soportar una política monetaria más restrictiva sin necesariamente provocar una recesión, un escenario que, no obstante, se ha puesto en duda entre los inversores. Por su parte, tanto el Banco de Inglaterra como los bancos centrales en Australia y Nueva Zelanda acordaron subidas en sus tipos oficiales en sus reuniones de mayo. La excepción sigue siendo el Banco de Japón, que ha mantenido intacta su política acomodaticia, lo que ha dejado al yen fluctuando cerca de los mínimos de las últimas dos décadas.

**Mercados emergentes: ¿el inicio de la tormenta?** La mayor incertidumbre respecto a la guerra en Ucrania, el endurecimiento de las condiciones financieras en Occidente, la escalada de las presiones inflacionistas a nivel mundial y los nuevos rebotes en algunas regiones siguieron socavando el interés de los inversores por los países emergentes. De este modo, según el Instituto Internacional de Finanzas, en abril se produjo un nuevo descenso de los flujos de cartera netos hacia estas economías (-4.000 millones de dólares), que se sumarían a la bajada de 7.800 millones del mes anterior. También se evidencia cierta rotación a favor de regiones exportadoras de materias primas. Como respuesta, los bancos centrales de algunos países aprobaron nuevas subidas en los tipos oficiales, principalmente en Asia. La excepción fue el banco centra de Rusia y el de China (PBoC). El primero anunció un recorte en el tipo de referencia de 300 p. b. hasta el 11%, mientras que el segundo acordó un descenso en la tasa para créditos a cinco años, la cual sirve de referencia para los préstamos hipotecarios. El colapso en los datos económicos chinos y el tono acomodaticio del PBoC se reflejaron en un nuevo debilitamiento del yuan frente a las principales monedas.

**La tensión en los mercados de materias primas no da tregua.** Si bien bajo mucha volatilidad, los precios de la energía mantuvieron la tendencia alcista a lo largo del mes, gracias, principalmente, a la incertidumbre sobre la persistencia del conflicto en Ucrania y el endurecimiento en las sanciones a Rusia, factores que más que compensaron las dudas entre los inversores sobre la evolución de la economía mundial. En este contexto, la mayor demanda desde Europa, en su búsqueda por sustituir el suministro ruso, ayudó a recortar el diferencial en los precios de referencia de la energía entre EE. UU. (Henry Hub para el gas y WTI para el petróleo) y Europa (TTF holandés y Brent). Por otra parte, los precios de los alimentos se mantuvieron en cotas elevadas, con ascensos acumulados en lo que va de año del 49% para el trigo y 30% para el maíz. En contraste, la menor demanda desde China se reflejó en un abaratamiento en los metales industriales.

**Reserva Federal: total de activos**

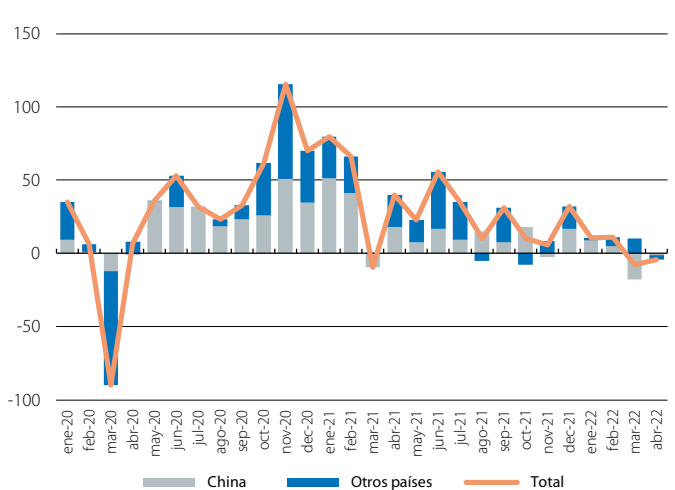
(Miles de millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

**Flujos netos de capital hacia economías emergentes**

(Miles de millones de dólares)



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

**Materias primas**

	Medida	Precio	Variación (%)	
			Último mes	En el año
<b>Commodities</b>	Índice	132,1	2,0	33,2
<b>Energía</b>	Índice	57,4	10,9	85,9
Brent	\$/barril	114,0	4,3	46,6
Gas natural (Europa)	€/MWh	88,1	-11,4	25,2
<b>Metales preciosos</b>	Índice	216,5	-3,9	-1,2
Oro	\$/onza	1.853,5	-2,3	1,3
Paladio	\$/onza	2.009,1	-13,7	5,5
<b>Metales industriales</b>	Índice	182,5	-8,1	5,5
Aluminio	\$/Tm	2.874,0	-5,8	2,4
Níquel	\$/Tm	26.788,0	-15,7	29,1
<b>Agrícola</b>	Índice	76,7	-0,3	26,2
Soja	\$/bushel	1.681,0	-1,6	26,5
Trigo	\$/bushel	1.148,3	10,0	49,0

Nota: Datos a fin de periodo.

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

## Sobre la reducción del balance de los bancos centrales

La intensificación de las presiones inflacionistas que se ha producido durante los últimos meses ha sido respondida por los bancos centrales con un adelanto en la retirada de los estímulos monetarios, primero a través del cese de las compras netas de activos y, más recientemente en la mayoría de los casos, con subidas de los tipos oficiales. En este artículo nos enfocamos en el siguiente eslabón en este proceso de normalización de la política monetaria: la reducción del tamaño del balance o *quantitative tightening* (QT), así es como se le conoce en la jerga financiera.

El QT es una medida de orden restrictivo de la política monetaria, a través de la cual los bancos centrales recolocan en los mercados los activos financieros adquiridos en sus programas de compras durante la fase de expansión monetaria (bonos, títulos y, en algunos casos, acciones).

A nivel operativo, los bancos centrales pueden ejecutar el QT no reinvertiendo los bonos que van venciendo en su cartera o, si quieren acelerar la reducción de su balance, pueden ir vendiendo los activos que poseen en los mercados a un ritmo mensual preestablecido. Hasta la fecha, solo la Fed ha llevado a cabo un proceso de QT, en el periodo 2017-2019 concretamente.

### La Fed anuncia un QT agresivo en 2022

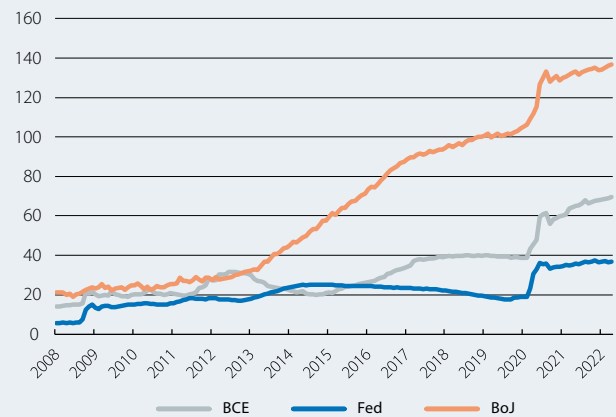
Con un total de activos de 8,9 billones de dólares al cierre de abril, lo que representa el 37% del PIB estadounidense, la Fed confirmó en la reunión de mayo su estrategia para reducir el tamaño de su balance.

El plan fija una velocidad máxima de reducción del balance de 47.500 millones de dólares al mes, a través de vencimientos de 30.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés). A partir de septiembre, la Fed tiene previsto ajustar este límite hasta los 95.000 millones de dólares mensuales (60.000 millones en *treasuries* y 35.000 millones en MBS).

El anuncio de reducción del balance sucede mucho más temprano en el proceso de normalización monetaria que en el ciclo anterior, cuando la Fed esperó dos años entre la primera subida de tipos oficiales (diciembre de 2015) y el inicio del QT (otoño de 2017). También, el ritmo de reducción es mucho más agresivo esta vez: en 2017 la Fed fijó un límite mensual de 50.000 millones de dólares, si bien, en la práctica, el ritmo inicial rondó los 10.000 millones.

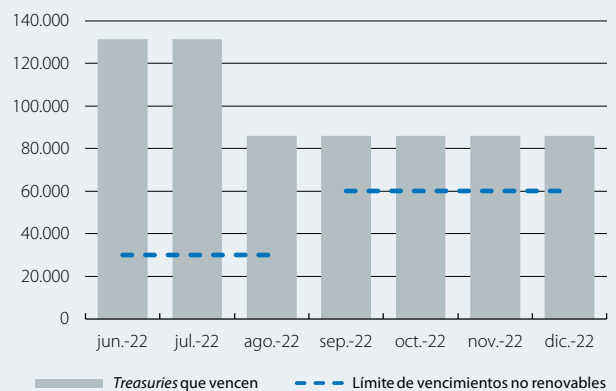
Con respecto a los bonos públicos, la Fed señaló recientemente que en los meses en los que los vencimientos no alcancen el límite impuesto, lo compensará a través de una reducción de su cartera de letras del Tesoro. Sin embargo, al menos durante 2022, los vencimientos de *treasuries* superarán cada mes el límite fijado, lo que impli-

**Bancos centrales: total de activos**  
(% del PIB)



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

**Fed: vencimientos de treasuries en 2022**  
(Miles de millones de dólares)



Nota: De acuerdo con información disponible hasta el 27 de abril.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

caría no solamente que la Fed no venderá letras activamente, sino que además deberá reinvertir parte de los activos a su vencimiento (véase el segundo gráfico). Con respecto a la cartera de MBS, es muy probable que en un momento inicial no se alcance el límite fijado para su reducción, pues la mayoría de los vencimientos se concentran a más de un año vista.

### ¿Cómo impacta el QT en los mercados financieros?

Dado lo inusual de esta medida, no hay un consenso en la comunidad de analistas sobre el posible impacto del QT, tanto en los mercados financieros como en la economía real.

En términos prácticos, el QT conlleva una disminución de la liquidez en el sistema financiero, a través de una reducción de las reservas bancarias en el banco central, ya que serán los bancos, entre otras instituciones financieras, los

que aumentarán la exposición en los activos de los que la Fed se deshaga. Así, en la medida en la que se reduce una parte importante de la demanda por estos activos (la del banco central), su tipo de interés aumenta, por lo que el QT acaba operando de forma similar a otras medidas de restricción monetaria.

Según Jerome Powell, la reducción del balance anunciado por la Fed para este año (de unos 520.000 millones de dólares o el 2,3% del PIB) sería equivalente a una subida adicional de 25 p. b. en los tipos oficiales. Tomando esta sensibilidad como referencia, el QT entonces equivaldría a un aumento de 50 p. b. adicionales en los tipos oficiales el año que viene.<sup>1</sup>

Con respecto al impacto en los mercados financieros, el QT ejercería, en primer lugar, una presión alcista en la rentabilidad en los activos afectados, es decir, los bonos públicos y privados, que verían caer su precio (y aumentar su tipo de interés) ante la mayor oferta neta. Este impacto suele ser más intenso en el tramo medio y largo de la curva, pues el banco central suele concentrar las compras de bonos en ese tramo de la curva. Dicho repunte en los tipos de referencia tendería a afectar negativamente a la renta variable, a los *spreads* corporativos y a fortalecer el dólar (véase en el último gráfico lo que ocurrió tras el anuncio del QT en 2017). El tamaño del impacto y su persistencia, no obstante, es difícil de cuantificar, dado el cómputo de factores que usualmente incorporan las cotizaciones de los activos financieros.

En el ciclo actual, el anuncio del QT ha intensificado el ascenso que se venía observando en la rentabilidad de la deuda soberana,<sup>2</sup> así como la volatilidad en los mercados de renta variable. Por su parte, el dólar ha agudizado su fortaleza frente a otras divisas, con una apreciación del 7% frente al euro desde inicio del año. Creemos que parte del ajuste en mercados del QT probablemente se ha dado, pues ya en enero la Fed había anunciado las pautas generales del plan. No obstante, no descartamos nuevos episodios de volatilidad, una vez que el QT se materialice a partir de junio.

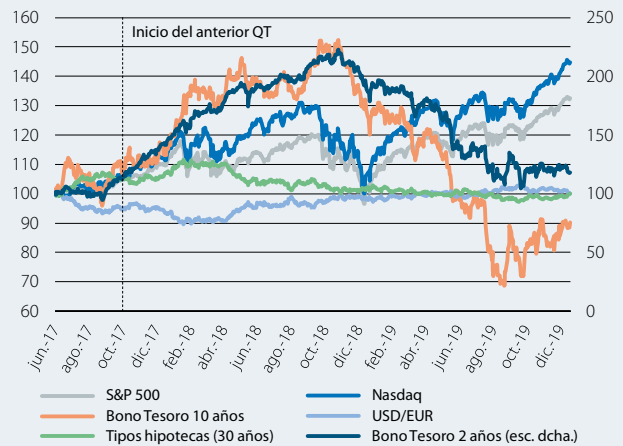
**¿Cómo se compara la Fed con otros bancos centrales?**

El proceso de reducción del balance no es único en EE. UU., pues otros bancos centrales ya están también inmersos en este proceso. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra, desde febrero, está dejando vencer los activos a su vencimiento y desde mayo vende activamente parte de su cartera de bonos corporativos, al tiempo que anunciará en verano las pautas para las ventas de bonos públicos.

1. Según estimaciones de la Fed, una reducción del 2% del PIB en el balance del banco central equivale a una subida de 20 p. b. en los tipos oficiales (véase <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).  
 2. Véase el Focus «Sobre la subida en la rentabilidad de la deuda soberana» en el IM05/2022.

**EE. UU.: activos financieros**

Nivel (100 = 14 junio 2017) \* Nivel (100 = 14 junio 2017)



**Nota:** \* En esa fecha se anunció formalmente cómo se produciría el quantitative tightening (QT).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Por su parte, el banco central de Canadá y el de Australia también están dejando vencer activos a su vencimiento, mientras que el Riksbank sueco espera iniciar este proceso en los próximos meses.

En cambio, la situación en el BCE es algo distinta. Según los comunicados oficiales, hasta finales de 2024 el BCE reinvertirá los activos del PEPP a su vencimiento y los del APP durante un prolongado periodo tras la primera subida de tipos (algo que estimamos en dos años, aproximadamente). Y es que el riesgo de fragmentación financiera en la eurozona en caso de que el BCE desapareciese de los mercados de deuda no es negligible. Por este motivo es probable que el BCE, además de continuar reinvertiendo los activos a su vencimiento durante unos años, dote de flexibilidad a estas reinversiones para poder aplacar eventuales tensiones financieras asimétricas entre las diferentes economías.

*Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili*

**Tipos de interés (%)**

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 meses	-0,34	-0,43	9	23,4	20,5
Euríbor 12 meses	0,39	0,17	22	89,1	87,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,05	-0,23	28	69,1	68,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,50	0,26	24	112,3	116,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,12	0,94	18	129,9	132,0
Deuda pública a 10 años (España)	2,23	1,97	25	166,0	177,1
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,26	2,02	24	179,4	181,0
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	1,00	0,50	50	75,0	75,0
Líbor 3 meses	1,61	1,33	28	140,2	147,7
Líbor 12 meses	2,74	2,63	11	215,7	249,5
Deuda pública a 1 año	2,05	2,06	-1	167,4	201,5
Deuda pública a 2 años	2,56	2,71	-16	182,4	241,2
Deuda pública a 10 años	2,84	2,93	-9	133,4	125,7

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

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	88	90	-2	39,8	38,5
Itraxx Financiero Sénior	97	102	-5	42,3	39,8
Itraxx Financiero Subordinado	184	197	-13	76,0	77,0

**Tipos de cambio**

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,073	1,055	1,8	-5,6	-12,1
EUR/JPY (yenes por euro)	138,110	136,950	0,8	5,5	3,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,852	0,839	1,6	1,2	-1,2
USD/JPY (yenes por dólar)	128,670	129,700	-0,8	11,8	17,4

**Materias primas**

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	629,5	643,3	-2,2	8,8	14,3
Brent (\$/barril)	122,8	109,3	12,3	57,9	72,2
Oro (\$/onza)	1.837,4	1.896,9	-3,1	0,4	-3,7

**Renta variable**

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.132,2	4.131,9	0,0	-13,3	-1,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.789,2	3.802,9	-0,4	-11,8	-7,3
Ibex 35 (España)	8.851,5	8.584,2	3,1	1,6	-3,6
PSI 20 (Portugal)	6.257,5	5.930,0	5,5	12,4	21,3
Nikkei 225 (Japón)	27.279,8	26.847,9	1,6	-5,3	-5,8
MSCI emergentes	1.077,7	1.076,2	0,1	-12,5	-22,4

## La inflación dicta la agenda de los bancos centrales en todo el mundo

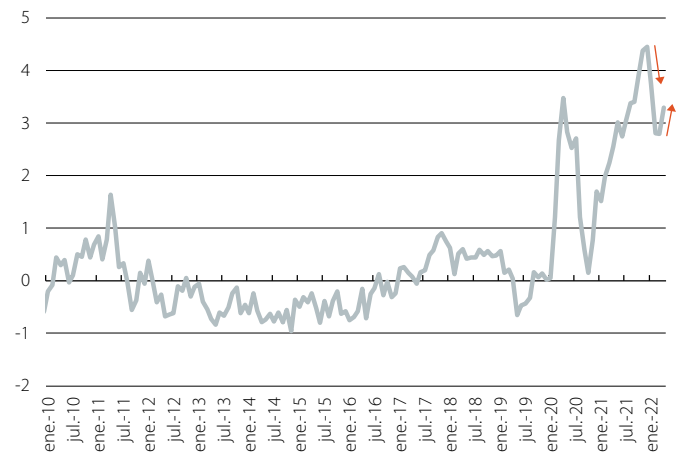
La guerra en Ucrania sigue siendo la clave del escenario global. El escenario sigue condicionado por el desarrollo de la guerra en Ucrania y por la persistente aplicación de una política de COVID cero en China. Ambos eventos vuelven a agravar los problemas de suministros de las cadenas de valor globales, presionando al alza el precio de *inputs* clave para la industria, y el de buena parte de las materias primas, tanto industriales como agrícolas. El resultado, unas tasas de inflación en máximos históricos en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes que están obligando a los bancos centrales a actuar para anclar las expectativas de medio plazo de inflación, a pesar del deterioro que en algunos casos se observa en la actividad económica y en sus perspectivas. Tan solo China, Rusia, Japón y Turquía se desmarcan de esta tendencia monetaria general.

**El BCE ya está preparado para actuar.** Hasta la fecha, es el único banco central del G7 (excepto Japón) que todavía no ha subido los tipos de interés oficiales, pero Lagarde dejó claro, mediante una entrada en el blog del BCE, que esto podría cambiar en la reunión de julio. Hay quien puede plantearse si ahora es buen momento, dado el aumento de incertidumbre y el deterioro de las perspectivas de crecimiento para la región. Sin embargo, con una inflación que en mayo marcó máximos del 8,1%, y sin visos de que haya tocado techo, es necesario anclar las expectativas de inflación a medio plazo, ya que las consecuencias de no actuar ahora pueden ser más perjudiciales en el futuro (véase el Focus «[La subida de tipos en la eurozona, a examen](#)» en este mismo informe).

**Aumentan los riesgos para el crecimiento en los próximos meses en la eurozona.** La confianza de los agentes se desplomó en marzo, al inicio de la guerra en Ucrania, para luego estabilizarse en abril y mayo en esos niveles bajos. El deterioro más acusado se observa en la industria, principal afectada por los cuellos de botella en las cadenas globales y el fuerte aumento en sus costes de producción, y en las familias, muy preocupadas por la pérdida de poder adquisitivo que están sufriendo por la subida de la inflación. Más resistencia parece mostrar, de momento, la confianza del sector servicios, la gran beneficiada por el final de las restricciones por COVID. En balance, tras un comienzo de año moderadamente positivo (el PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral en el 1T 2021), no se puede asegurar que el PIB de la eurozona mantenga el tono en el 2T 2022. Además, se incrementan los riesgos a la baja para la segunda mitad del año: después de que Rusia haya cortado el suministro de gas a Polonia, Bulgaria, Finlandia y Países Bajos, la amenaza de que extienda estos cortes al resto de Europa es más real que nunca. De hecho, la Comisión Europea, en su informe de perspectivas económicas de primavera, ha presentado unos escenarios de previsiones alternativos: en uno de ellos estima que, si Rusia cortara el suministro de gas, el crecimiento económico medio de la eurozona en 2022 prácticamente sería nulo y la inflación podría alcanzar, en promedio del año, casi el 9,0%.

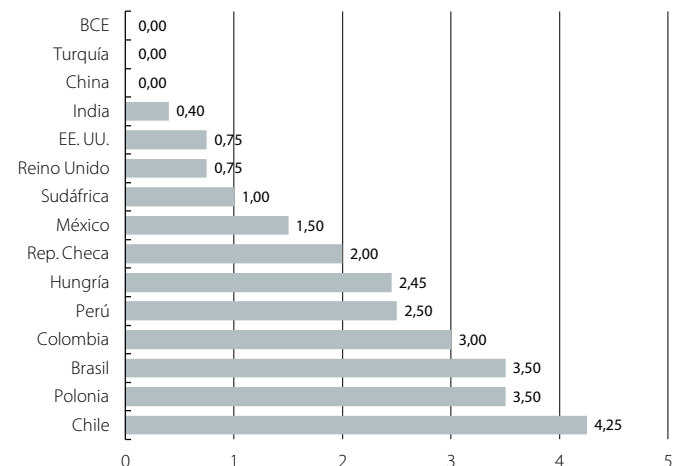
**La debilidad del PIB de EE. UU. del 1T 2022 no alterará la hoja de ruta de la Fed.** Es cierto que el comportamiento de la economía estadounidense sorprendió al caer un 0,4% intertrimestral en el 1T 2022, pero el análisis por componentes matiza la lectu-

### Presiones en las cadenas de suministros globales



Nota: La media del índice Global Supply Chain Pressure es cero.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.

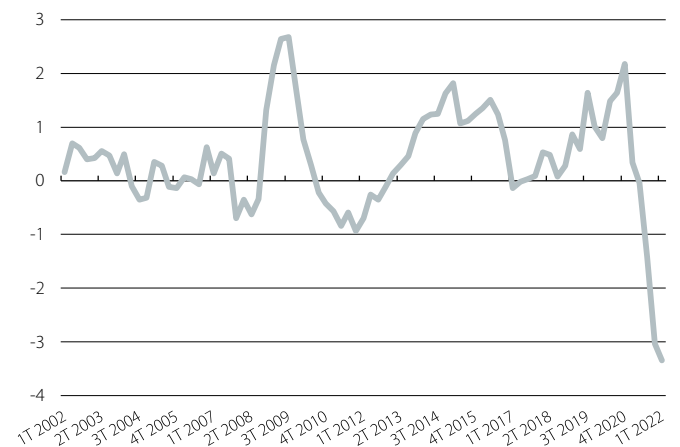
### Global: subidas de tipos de interés en 2022 \* (p. b.)



Nota: \* Entre enero y mayo.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Eurozona: salarios negociados deflactados por la inflación

Variación interanual (%)



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

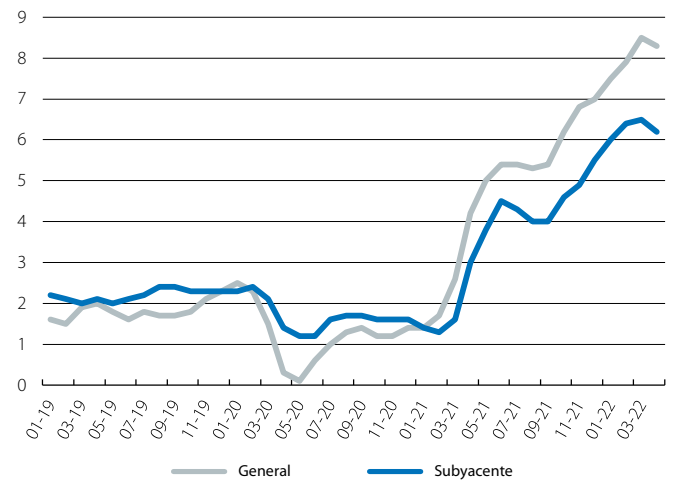
ra negativa de este resultado: la demanda interna mantuvo el dinamismo, gracias al impulso del consumo privado y de la inversión no residencial. Además, el mercado de trabajo sigue mostrando un tono sólido: en abril se crearon 428.000 nuevos empleos, la tasa de paro se mantuvo estable en un bajo 3,6% y los salarios crecieron un 5,5% interanual. En este contexto de vigor de la demanda interna, la inflación descendió en abril, tras marcar máximos de 40 años el mes previo, si bien todavía se sitúa en referencias muy elevadas: 8,3% la general y 6,2% la subyacente. En los próximos meses, la inflación seguirá bastante presionada al alza por el tensionamiento del mercado laboral, los efectos de la guerra en Ucrania y los cierres en China por su política de COVID cero. Estos factores harán que la inflación, aunque en descenso, se mantenga en cotas elevadas y no volvería al entorno del 2,0% hasta finales de 2023, justificando el tono claramente *hawkish* de la Fed, que ha afirmado su intención de subir los tipos de interés por encima de niveles considerados «neutrales» si fuese necesario. Estas condiciones financieras más restrictivas, la falta de acuerdo sobre gran parte del Plan de Biden *Build Back Better* y un comienzo de año más débil de lo esperado nos llevan a recortar nuestra previsión de crecimiento medio en 2022 para EE. UU. en 0,75 p. p, hasta el 2,4%.

**Inicio de año desigual en las otras dos grandes economías del G7.** De un lado, el Reino Unido sorprendió al crecer en el 1T 2022 un notable 0,8% intertrimestral (8,7% interanual), lo que sitúa la actividad un 0,7% por encima de los niveles pre-COVID. Este aparente buen resultado, no obstante, oculta una intensa evolución de la actividad de «más a menos» a lo largo del trimestre, tendencia que se prolongará durante el 2T 2022, tal y como anticipan las previsiones de mayo del Banco de Inglaterra. Del otro lado, Japón, cayó un 0,2% intertrimestral en el 1T 2022 (+0,2% interanual), como consecuencia de las estrictas restricciones aplicadas para contener los rebotes de COVID-19. De este modo, durante el último año, la economía nipona no ha logrado registrar dos trimestres seguidos con crecimiento positivo.

**La política de COVID cero en China tiene un claro impacto sobre su actividad, mientras que la guerra en Ucrania empieza a pasar factura a la economía rusa.** En China, el crecimiento del PIB superó en el 1T 2022 nuestras expectativas (4,8% interanual), pero la mayoría de los indicadores de actividad y comercio exterior ya mostraron una fuerte ralentización en marzo y abril, compatible con una caída del PIB en el 2T 2022. Para paliar el impacto de su política de COVID cero, tanto el Gobierno como el banco central han puesto en marcha una serie de medidas de estímulo económico, aunque creemos que no serán suficientes. De hecho, el deterioro que contemplamos para el 2T nos lleva a reducir en 1 p. p. el crecimiento previsto para 2022 hasta el 3,7%, muy por debajo del objetivo del 5,5% del Gobierno. Por su parte, Rusia moderó su crecimiento interanual en el 1T 2022 hasta el 3,5%, tras el 5,0% del 4T 2021. Se trata de una fuerte ralentización debida al intenso retroceso de la actividad en marzo a consecuencia de la guerra en Ucrania. Las perspectivas para Rusia se han deteriorado sustancialmente a raíz del conflicto, ya que, al margen de la duración del mismo, la economía se verá muy penalizada por las sanciones de Occidente y la fuerte salida de la inversión extranjera (por ejemplo, más de 300 multinacionales ya han cesado o limitado su actividad en el país). En consecuencia, anticipamos una caída del PIB ruso en 2022 del 8,0%, pero los riesgos están concentrados claramente a la baja.

**EE. UU.: IPC**

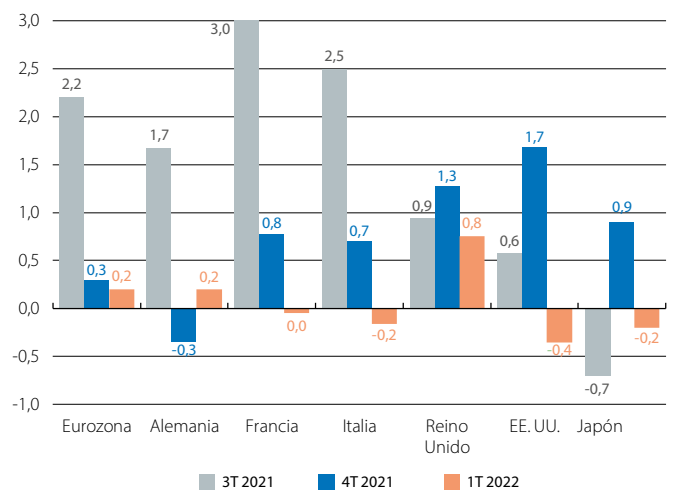
Variación interanual (%)



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

**Global: PIB**

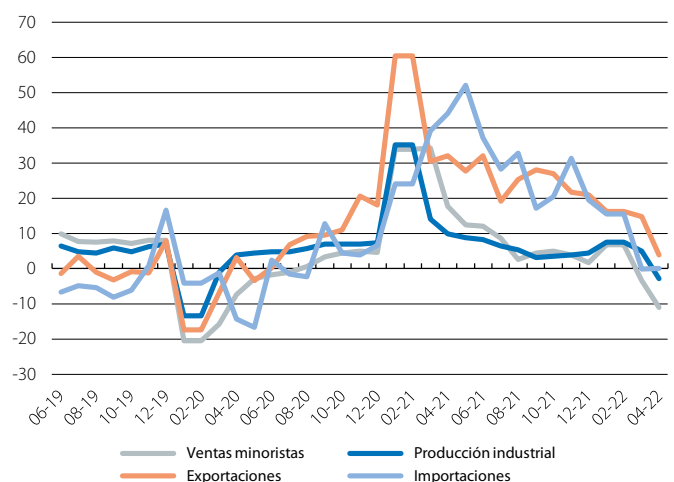
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BEA y de Bloomberg.

**China: indicadores de actividad y comercio exterior**

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

## La subida de tipos en la eurozona, a examen

La inflación en la eurozona sigue acusando el doble impacto que suponen la guerra de Ucrania y el agravamiento de los cuellos de botella en China por su política de COVID cero. La persistencia de estos factores explica que la inflación continúe batiendo récords (véase el primer gráfico) y que todavía no se puedan descartar registros más altos en los próximos meses. En consecuencia, las expectativas de inflación se han ido ajustando al alza en los últimos meses; por ejemplo, desde el mes de enero, nuestra previsión de la inflación general en diciembre de 2022 para la eurozona se ha revisado casi 5,0 p. p., hasta valores cercanos al 6,0%.

Ante esta coyuntura, cada vez hay más presión para que el BCE empiece a subir los tipos de interés, algo que no ocurre desde 2011. Sin embargo, en el actual contexto de desaceleración económica con multitud de riesgos a la baja, ¿es deseable que el BCE empiece a normalizar su política monetaria en los próximos meses? ¿Sería mejor esperar a que el crecimiento económico se recuperara?

### Beneficios de la subida de tipos de interés

La teoría económica nos dice que las subidas de tipos frenan el crecimiento del consumo y de la inversión y, en consecuencia, reducen el avance de la demanda interna, ayudando a controlar las presiones inflacionistas, así como anclando las expectativas de inflación en el actual contexto de fuerte subida en los precios de la energía y otras materias primas.

Este anclaje de las expectativas es fundamental para evitar que *shocks* inflacionistas como el actual produzcan efectos indeseados de segunda ronda que intensifiquen y cronifiquen la subida de los precios. En los últimos meses hemos asistido a un importante incremento de las expectativas de inflación, tanto en los mercados financieros (los *swaps* de la eurozona descuentan inflaciones en torno al 5% en los dos próximos años), como de los consumidores y empresarios, con unas expectativas de subidas de precios a corto y medio plazo en máximos históricos. Aunque todavía no se está viendo una materialización de estos efectos de segunda ronda en el caso europeo, es un riesgo a tener en cuenta.<sup>1</sup>

Por otro lado, hay que señalar que el relajamiento de las condiciones monetarias en la eurozona es un proceso que viene durando años: el estallido de la crisis financiera en 2008 obligó a adoptar importantes estímulos monetarios para paliar sus efectos, estímulos que incluso debieron reforzarse para evitar que la crisis de deuda soberana de 2010 provocase la ruptura del euro. De hecho, el índice

1. Véase el Dossier «La respuesta de los salarios al aumento de la inflación» en el IM05/2022.

### Eurozona: IPCA y expectativas de precios

Variación interanual (%) Balance de respuestas agregado



**Nota:** La serie de balance de respuestas agregado se calcula a partir de las expectativas de precios de los consumidores y de los sectores de manufacturas, servicios y minorista publicadas por la Comisión Europea y que recogen la diferencia entre el porcentaje que anticipa subidas y el porcentaje que espera caídas en los precios finales.

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

### Eurozona: índice de condiciones monetarias

Índice (0 = enero 1999)



**Nota:** Valores positivos y negativos muestran unas condiciones monetarias tensionadas y laxas, respectivamente.

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

de condiciones monetarias elaborado por la Comisión Europea<sup>2</sup> apunta a que las condiciones actuales de la política monetaria son las más laxas desde la creación del euro (véase el segundo gráfico), lo que aumenta el riesgo de formación de burbujas en determinados mercados financieros.<sup>3</sup>

A este respecto, un informe reciente de la European Securities and Market Authority (ESMA)<sup>4</sup> se hace eco de la evolución seguida por el sector inmobiliario en la eurozona

2. Este índice se calcula como una media ponderada del tipo de interés real a corto plazo y del tipo de cambio efectivo real en relación con su valor en un periodo base.

3. Recordemos las consecuencias del estallido de la burbuja de las *punto-com* a comienzos de los años 2000 y el de las hipotecas *subprime* en 2008, que arrastró a la economía mundial a la denominada Gran Recesión.

4. Véase «Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System». Marzo de 2022.

desde el inicio de la pandemia: los precios de la vivienda han subido casi un 16%, con un comportamiento muy heterogéneo por países. La ESMA también se muestra preocupada por las consecuencias de la rápida expansión del mercado de las criptomonedas. Esta inquietud cobra sentido si tenemos en cuenta que, desde que marcara máximos de capitalización con más de 3,2 billones de dólares en noviembre del pasado año, el mercado de las criptomonedas ha sufrido ya un ajuste del 60%.

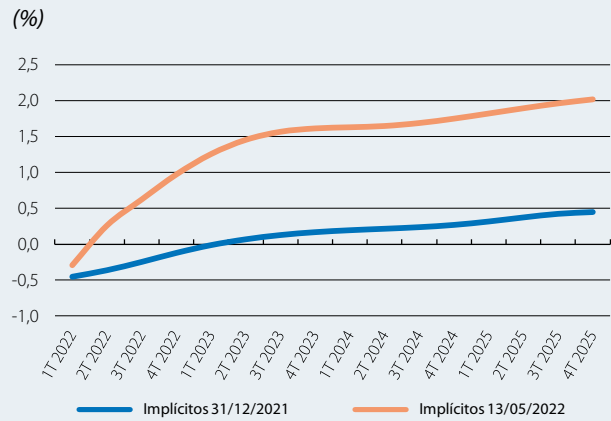
**Costes de la subida de tipos de interés**

Ya hemos señalado que la teoría económica establece que las subidas de tipos afectan negativamente a la demanda interna. Para valorar el impacto que puede tener el cambio en las expectativas de tipos de interés que se ha producido durante los últimos meses, introducimos en el modelo de CaixaBank Research para la eurozona<sup>5</sup> la diferencia entre la curva de implícitos del euríbor a 12 meses a 13 de mayo de 2022 y a 31 de diciembre de 2021, antes del notable ajuste al alza en las expectativas del mercado (véase el tercer gráfico). De hacerse realidad las expectativas del mercado de unos mayores tipos de interés, el crecimiento de la eurozona podría recortarse en 0,2 p. p. en 2022, en 0,7 p. p. en 2023, en 0,5 p. p. en 2024 y en 0,2 p. p. en 2025 respecto a nuestro escenario central (véase el cuarto gráfico). Por componentes, el impacto sobre el consumo sería similar al que se produciría para el PIB, mientras que la inversión sería el componente más afectado, ya que su crecimiento podría verse recortado en 1,1 p. p. en 2023 y en 2024, y en 0,5 p. p. en 2025 respecto al escenario central. Por su parte, el impacto sobre la creación de empleo sería bastante más reducido, en torno a 0,2 p. p. menor que en el escenario central como media de los próximos tres años.<sup>6,7</sup>

**Conclusión**

El BCE se enfrenta a la disyuntiva de subir los tipos de interés, a costa de enfriar la demanda interna, en un momento en el que el endurecimiento de los cuellos de botella y,

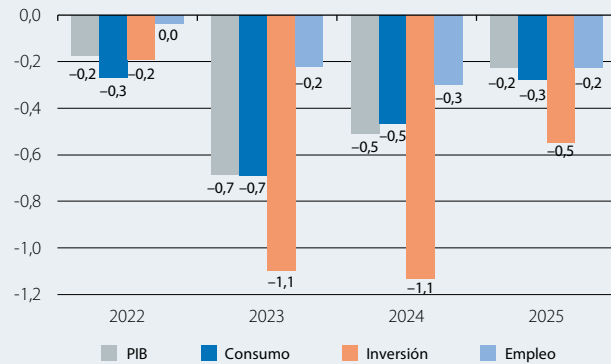
**Eurozona: euríbor a 12 meses**



*Nota:* En la serie de implícitos del 13 de mayo de 2022, los datos hasta abril corresponden al euríbor a 12 meses histórico.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: respuesta macroeconómica al aumento en los tipos de interés**

*Impacto sobre el crecimiento anual (p. p.)*



*Nota:* Las series de PIB, consumo e inversión se muestran en términos reales.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir del «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de Trabajo CaixaBank Research 02/21.

sobre todo, las consecuencias de la guerra en Ucrania ya están pasando factura a la actividad de la eurozona. Hay que tener en cuenta que, con las expectativas de mercado actuales, el coste en términos de crecimiento económico de normalizar los tipos de interés es moderado y todavía es factible alcanzar ritmos de crecimiento por encima del 2,0% este y el próximo año.<sup>8</sup> Además, comenzar a subir los tipos ayudaría a contener las expectativas de inflación a medio plazo y reduciría el riesgo de burbujas. Esta es la lectura que parece que está haciendo el BCE y todo apunta a que empezará a subir los tipos de interés de forma gradual en los próximos meses.<sup>9</sup> De hecho, no actuar ahora podría implicar tener que subirlos mucho más en el futuro.

*Eduard Llorens i Jimeno y Rita Sánchez Soliva*

8. Estamos suponiendo un escenario en el que la guerra de Ucrania no se extiende geográficamente y en el que Rusia no corta totalmente el suministro de gas a la eurozona.

9. Christine Lagarde, en una entrada en el Blog del BCE (23 de mayo), comunicó que espera que las compras netas bajo el APP terminen muy a comienzos del 3T, lo que permitiría una primera subida de los tipos de interés en julio y salir de las tasas de interés negativas a finales del 3T.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	-3,4	5,7	12,2	4,9	5,5	3,5	-	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	2,1	17,5	27,4	14,3	16,2	11,3	15,8	6,6	8,2
Confianza del consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	105,7	107,6	107,3
Producción industrial	-7,2	5,5	14,7	5,5	4,4	5,3	7,5	5,4	6,4
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	58,6	57,1	55,4
Viviendas iniciadas (miles)	1.396	1.605	1.591	1.569	1.679	1.724	1.777	1.728	1.724
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	228	267	262	274	283	...	299	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	59,9	60,1	60,0
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,7	-3,7	-4,0	-3,8	-4,0	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	7,9	8,5	8,3
Inflación subyacente	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,4	6,5	6,2

## JAPÓN

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	-4,6	1,7	7,4	1,2	0,4	0,2	-	-	-
Confianza del consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	35,2	32,8	33,0
Producción industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	0,5	-0,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	14,0	18,0	18,0	14,0	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,0	-0,7	-1,0	-1,7
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	0,9	1,2	2,4
Inflación subyacente	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	0,8

## CHINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,2	8,1	7,9	4,9	4,0	4,8	-	-	-
Ventas al por menor	-2,9	12,4	14,1	5,1	3,5	1,6	6,7	-3,5	-11,1
Producción industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	7,5	5,0	-2,9
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	50,2	49,5	47,4
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	524	681	605	636	681	734	698	734	744
Exportaciones	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	6,2	14,6	3,8
Importaciones	-0,6	30,1	44,1	25,4	23,6	9,8	10,6	0,0	0,0
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	0,9	1,5	2,1
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	6,4

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

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

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Ventas al por menor (variación interanual)	-0,8	5,5	12,7	2,5	4,2	4,8	5,2	0,8	...
Producción industrial (variación interanual)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	-0,2	1,7	-0,8	...
Confianza del consumidor	-14,2	-7,4	-5,6	-4,2	-7,6	-13,6	-9,5	-21,5	-22,0
Sentimiento económico	88,3	110,8	111,0	117,3	115,7	111,2	114,2	106,5	104,9
PMI manufacturas	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	58,2	56,5	55,5
PMI servicios	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	55,5	55,6	57,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	-1,5	1,1	2,0	2,1	2,1	...	...	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	8,0	7,7	8,1	7,5	7,1	6,9	6,9	6,8	...
Alemania (% pobl. activa)	3,9	3,6	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,9	...
Francia (% pobl. activa)	8,0	7,9	8,2	7,8	7,5	7,4	7,4	7,4	...
Italia (% pobl. activa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	8,5	8,5	8,3	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	-6,5	5,6	14,6	4,1	4,7	5,1	5,1	-	-
Alemania (variación interanual)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,8	3,8	-	-
Francia (variación interanual)	-7,9	7,2	19,2	3,0	4,9	4,5	4,5	-	-
Italia (variación interanual)	-9,1	7,0	17,5	4,0	6,4	6,2	6,2	-	-

## Precios

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
General	0,3	2,6	1,8	2,8	4,6	6,1	5,9	7,4	7,4
Subyacente	0,7	1,5	0,9	1,4	2,4	2,7	2,7	3,0	3,5

## Sector exterior

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Saldo corriente</b>	2,1	2,6	3,2	3,2	2,6	2,0	2,3	2,0	...
Alemania	7,1	7,4	8,1	7,9	7,4	6,7	7,2	6,7	...
Francia	-1,9	-0,6	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	...
Italia	3,8	2,4	4,1	3,6	2,4	1,5	1,8	1,5	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,6	92,7	92,9	91,0

## 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	02/22	03/22	04/22
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	6,3	3,5	2,3	1,8	3,3	4,4	4,6	4,1	5,2
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,4	4,5	4,5
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,2	9,3	8,7	8,2
Otros depósitos a corto plazo	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	0,4
Instrumentos negociables	8,1	11,4	12,2	10,2	9,2	0,0	-1,3	0,3	-0,4
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

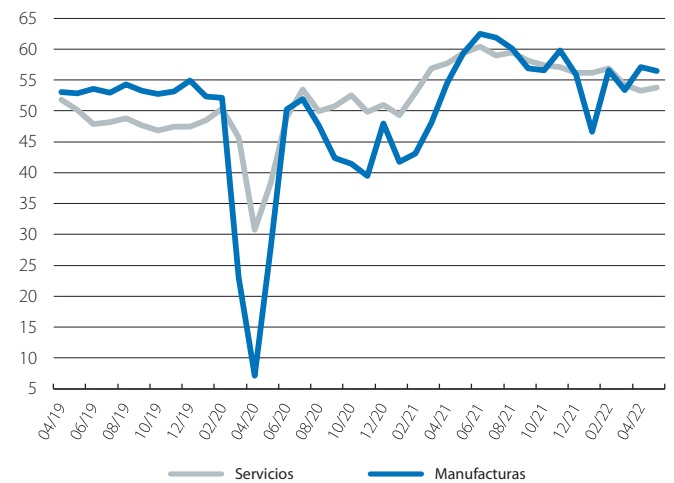
## España: una coyuntura compleja, con luces y sombras

La economía española muestra una resiliencia mayor de la esperada en el tercer mes desde el inicio del conflicto bélico, pero el balance de riesgos es bajista. Han pasado tres meses desde el inicio del conflicto bélico y ya disponemos de un volumen considerable de datos posteriores a la invasión que permiten realizar una valoración acerca del impacto del conflicto sobre nuestra economía. El shock bélico se está transmitiendo de una manera asimétrica por la economía. Por el lado de la oferta, el sector servicios, liderado por los sectores ligados al turismo, siguen beneficiándose del retroceso de la pandemia y avanzan en una senda de recuperación muy notable. En contraposición, el sector agrícola y distintas ramas del sector industrial –aquellas más expuestas a los incrementos de precios de la energía, de los alimentos y de los metales– están acusando en mayor medida las consecuencias del conflicto. Los índices PMI para el sector manufacturero y de servicios reflejan estas asimetrías: en mayo, el índice PMI para el sector servicios ascendió a 56,5 puntos, muy por encima del promedio de 52,2 puntos del 1T 2022, mientras que el indicador homólogo del sector manufacturero se mantuvo en un registro contenido de 53,8 puntos (55,8 en el 1T 2022). Desde una óptica de demanda, aumenta la preocupación por la escalada de la inflación y el impacto que pueda tener sobre el consumo privado. Con todo, el cuadro de indicadores muestra que la economía española de momento está capeando con éxito el temporal. Tras el deterioro de los indicadores en marzo, en abril la mayoría o se han estabilizado, como es el caso del indicador de confianza del consumidor que publica la Comisión Europea, o han repuntado, como es el caso de las ventas minoristas, que tras caer un 4,3% intermensual en marzo ha repuntado un 5,3% en abril. No obstante, es preciso destacar que el balance de riesgos es claramente bajista. En la coyuntura actual marcada por el conflicto bélico, han aumentado los riesgos en la esfera geopolítica, y las consecuencias que estos pueden tener sobre la actividad son potencialmente elevadas.

**El pico de la inflación parece haber quedado a nuestras espaldas, pero la inflación subyacente ha tomado fuerza.** El elevado nivel de la inflación es una de las sombras en la coyuntura actual. Tras alcanzar un máximo del 9,8% en marzo, la inflación general se moderó hasta el 8,3% en abril, pero repuntó hasta el 8,7% en mayo. La inflación podría mantenerse por debajo del máximo alcanzado en marzo en los próximos meses debido a que el componente eléctrico, uno de los principales causantes del aumento de la inflación durante el 2021, empujará la inflación a la baja: en los próximos meses el precio de la electricidad se comparará ya con meses de 2021 en los que el precio de la electricidad ya había empezado a escalar. No obstante, a pesar del desvanecimiento gradual del impacto del aumento del precio de la electricidad, el aumento del coste de la energía se está empezando a transmitir al resto de la cesta de bienes. Además, a este efecto contagio hay que añadir el aumento del precio de los alimentos

### España: PMI

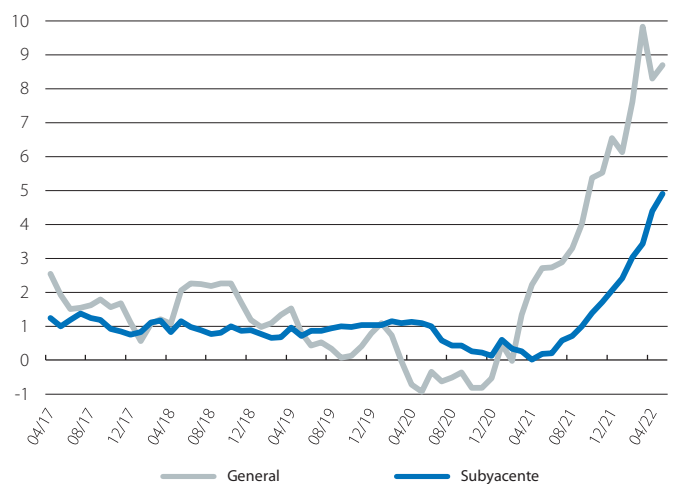
Nivel



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

### España: IPC

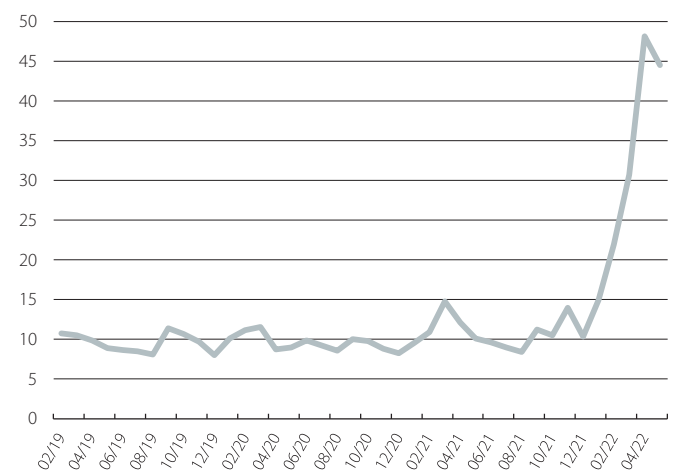
Variación interanual (%)



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

### España: contratos indefinidos registrados

(% sobre el total de registrados en el mes)



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

derivados del conflicto bélico. De este modo, si bien la inflación general se ha moderado, la subyacente, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, ha escalado en tan solo dos meses 1,5 p. p. hasta el 4,9% en mayo, máximo desde 1995.

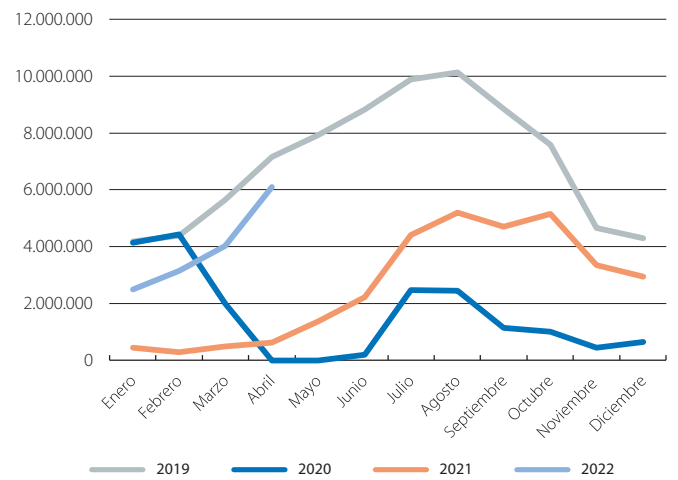
**El empleo sigue creciendo impulsado por la recuperación del sector servicios.** A pesar de las dificultades que atraviesan el sector agroalimentario y el industrial en la coyuntura actual, la creación de empleo se mantiene muy dinámica gracias a la recuperación del sector servicios. En mayo, la afiliación a la Seguridad Social creció en 33.366 trabajadores en términos desestacionalizados, el mismo registro que el mes anterior y que lleva al empleo a situarse un 2,8% por encima del nivel prepandemia de febrero de 2020. Por su parte, avanza el fuerte aumento de la contratación indefinida, que en mayo ya supuso el 44,5% de los contratos registrados en este mes. Este aumento de la contratación indefinida refleja el trasvase de empleos temporales a fijos-discontinuos que ha inducido la reciente reforma laboral. Este trasvase tiene ya reflejo en la afiliación: si tradicionalmente el porcentaje de afiliados temporales oscilaba en torno al 30% del total de afiliados, actualmente el porcentaje ya se sitúa alrededor del 22%. Sin embargo, hay que recordar que una evaluación completa del impacto de la reforma deberá tener en cuenta no solo la tasa de temporalidad, sino también el impacto sobre la creación de empleo.

**La entrada de turistas extranjeros crece a un buen ritmo y augura una buena temporada de verano.** En abril llegaron cerca de 6,1 millones de turistas y gastaron 6.900 millones de euros. Estos registros suponen un fuerte acelerón del ritmo de recuperación: la llegada de turistas se emplazó un 14,6% por debajo del mismo mes de 2019, mientras que el mes anterior la diferencia frente al nivel prepandemia era del 28,6%; y el gasto se situó por primera vez muy cerca del nivel prepandemia, tan solo un 2,2% por debajo de abril de 2019 (-16,0% el mes anterior). Una buena temporada turística será un elemento clave para cimentar la recuperación de la economía española en el 2022.

**El precio de la vivienda repunta en un contexto de aumento de los costes de construcción y una pujante demanda.** El precio de tasación de la vivienda libre avanzó un significativo 2,4% intertrimestral en el 1T 2022 (6,7% interanual). Este repunte se produce en un contexto de notable aumento de los costes de construcción (18,9% interanual en febrero) y de una demanda que sigue creciendo con vigor, mientras que la oferta aumenta de forma más gradual. Esta tendencia en el precio se observa en otros indicadores, como los publicados en los portales inmobiliarios y el índice de viviendas repetidas del Colegio de Registradores, que repuntó un 10,6% interanual en el 1T.

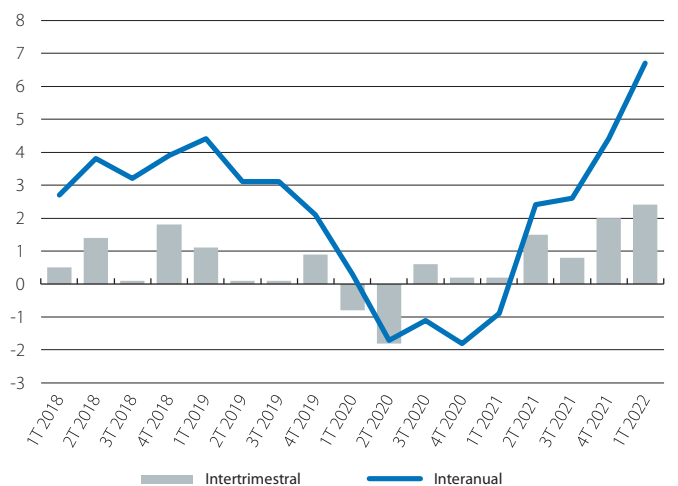
**El Gobierno prevé un ajuste gradual del déficit.** El Plan de Estabilidad 2022-2025 prevé que el déficit se sitúe en el 5,0% en 2022 y que se reduzca gradualmente hasta alcanzar el 2,9% en 2025. Esta reducción se produciría gracias a la recuperación prevista de la economía durante este periodo y no contempla medidas de calado para reducir un déficit estructural que se estima que se emplace por encima del 3%.

**España: entrada de turistas internacionales (Personas)**



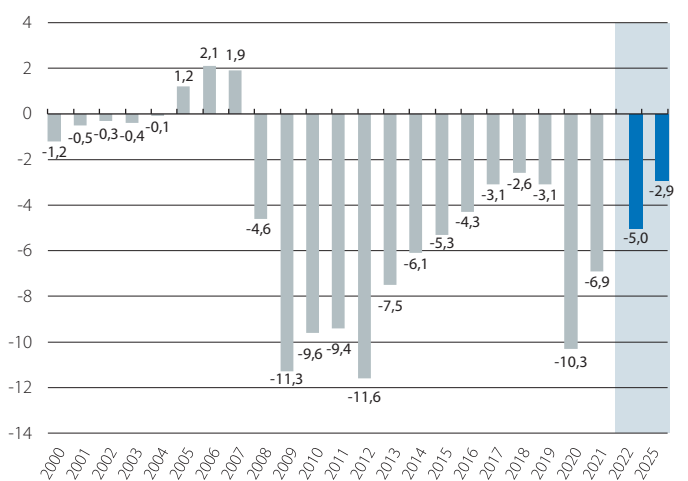
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: precio de la vivienda (tasación) Variación (%)**



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

**España: saldo público (% del PIB)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Plan de Estabilidad 2022-2025.

## El Plan de Estabilidad 2022-2025: ajuste del déficit público gracias al ciclo económico

### La recuperación económica, clave para la senda descendente del déficit

El Plan de Estabilidad 2022-2025 presentado por el Gobierno plantea un ajuste gradual del déficit público, impulsado por la recuperación económica, con una reducción desde el 6,8% del PIB en 2021 al 5,0% en 2022 y al 2,9% en 2025 (la previsión de CaixaBank Research en 2025 se sitúa todavía algo por encima del 3,0%). Se basa en un escenario inercial al no incorporar nuevas medidas más allá de las ya aprobadas para 2022 y, por tanto, el déficit estructural se mantiene por encima del 3% en todo el horizonte de previsión. Así, toda la reducción del déficit público provendría del componente cíclico del déficit, que pasará del 3,3% del PIB en 2021 a un superávit del 0,2% en 2025.

El cuadro macro en el que se basa el Plan de Estabilidad es razonable y cuenta con el visto bueno de la AIReF. Las previsiones son de un crecimiento económico del 12,5% en el acumulado entre 2022 y 2025 (se trata de un crecimiento similar al de nuestras previsiones), con un papel muy relevante de la inversión en los dos próximos años gracias al programa NGEU.<sup>1</sup> Ello supone que las presiones salariales se mantendrán contenidas y que la inflación descenderá de forma marcada a partir de 2023.

Entrando de lleno en las cuentas públicas, en cuanto a los ingresos, el Plan no incorpora una reforma tributaria. Se prevé que los ingresos se reduzcan moderadamente en porcentaje del PIB hasta el 41,3% del PIB en 2025 (43,7% en 2021) por una moderación de los ingresos no tributarios (esta partida incluye ingresos por transferencias de capital y fondos europeos sin los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU). En concreto, los ingresos no tributarios pasarían del 4,9% del PIB en 2021 al 3,3% del PIB en 2025. Sin embargo, la presión fiscal se supone que se mantendrá estable (los impuestos y cotizaciones sociales crecerán en línea con el PIB nominal).

El gasto público descendería de forma notable en porcentaje del PIB por el gran aumento del PIB nominal y cierta contención del gasto sin pensiones. Así, el gasto público primario (es decir, sin considerar el pago de intereses) pasaría del 48,4% del PIB en 2021 al 42,2% en 2025. Destaca el ajuste (en porcentaje del PIB) de la remuneración de asalariados, que bajaría del 18,1% en 2021 al 16,1% en

1. Se prevé que la inversión en bienes de equipo crezca el 11,4% y la inversión en productos de propiedad intelectual se acelere un 17,5% en 2022. A partir de 2024 todavía habrá un impacto positivo del NGEU a través de los efectos de las reformas estructurales que se están llevando a cabo (destacan la reforma laboral, clima empresarial, formación y autoconsumo de energía e hidrógeno verde).

### España: escenario macro del Plan de Estabilidad

	2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB real (%)	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8
Crecimiento del PIB nominal (%)	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7
Tasa de paro (%)	14,8	12,8	11,7	10,6	9,6
Remuneración por asalariado (crecimiento, %)	-0,6	3,2	2,9	1,6	1,7
Deflactor consumo privado (crecimiento, %)	1,9	6,1	2,2	1,6	1,6
Euríbor a 3 meses (%)	-0,5	-0,4	0,3	0,7	0,7
Tipo bono español a 10 años (%)	0,1	0,8	1	1,1	1,1

Fuente: Plan de Estabilidad 2022-2025, Gobierno de España.

### España: Plan de Estabilidad del Gobierno 2022-2025

Elementos clave	2021 (% del PIB)	2022 (% del PIB)	2025 (% del PIB)
<b>Ingresos públicos totales</b>	<b>43,7</b>	<b>42,0</b>	<b>41,3</b>
Impuestos indirectos (IVA...)	12,1	12,0	11,6
Impuestos directos	11,9	11,8	12,1
Cotizaciones sociales	14,3	13,7	13,9
<b>Gasto público total</b>	<b>50,6</b>	<b>47,0</b>	<b>44,3</b>
Remuneración asalariados	12,2	11,5	10,9
Prestaciones sociales (no en especie)	18,9	17,6	17,6
Inversión pública	4,6	3,6	2,7
Gasto en intereses	2,2	2,2	2,1
<b>Saldo público</b>	<b>-6,8 *</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,9</b>
<b>Saldo primario</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,9</b>
<b>Saldo cíclico</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,2</b>
<b>Saldo estructural</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>

Notas: Proyecciones que incorporan el impacto macro de NGEU pero sin incorporar los fondos europeos NGEU en los ingresos ni en los gastos. \* El déficit en 2021 se situaría en el 6,9% del PIB con Sareb. La inversión pública es la suma de formación bruta de capital y transferencias de capital.

Fuente: Plan de Estabilidad 2022-2025, Gobierno de España.

2025. Se trata de un resultado plausible en un contexto de fuerte crecimiento del PIB nominal y si tenemos en cuenta que el incremento en los salarios ha sido pactado con anterioridad a la escalada inflacionista. En cambio, el gasto en pensiones, en principio ligado por ley a la evolución de la inflación, se espera que siga creciendo a un ritmo similar al del PIB nominal.

En cuanto a la factura de intereses, variable clave para la sostenibilidad de la deuda, el Plan de Estabilidad proyecta que seguirá descendiendo en términos de PIB, situándose en el 2,1% del PIB en 2025 (2,2% en 2021), gracias al crecimiento del PIB y a un supuesto de que los tipos se man-

tendrán en cotas muy bajas (en el Plan de Estabilidad se supone que el bono español a 10 años se mantiene estable alrededor del 1% entre 2022 y 2025, aunque recientemente ha escalado hasta el 2,0%). En un escenario en el que los tipos fueran aumentando gradualmente desde los niveles actuales (por ejemplo, con el bono a 10 años en torno al 3,0% en 2025), la carga de la deuda podría repuntar ligeramente en 2025, aunque todavía se situaría muy por debajo del 3,0% alcanzado en 2012,<sup>2</sup> según nuestro ejercicio de sensibilidad.<sup>3</sup>

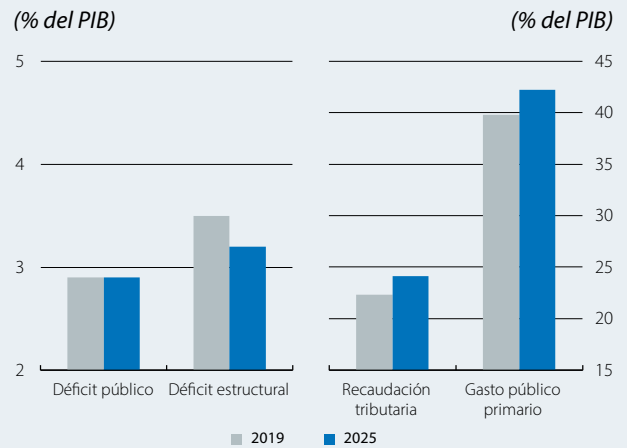
Finalmente, la deuda pública se reduciría gradualmente en porcentaje del PIB, pero manteniéndose en cotas elevadas. Esta pasaría del 118,4% en 2021 al 109,7% en 2025. El grueso del ajuste se debe al crecimiento del PIB en términos nominales; en términos acumulados el Plan considera un crecimiento acumulado del PIB nominal entre 2022 y 2025 del 24,3%.

**Las cuentas públicas del futuro: una comparativa de 2025 con el mundo prepandemia**

Un ejercicio interesante es comparar la situación de las cuentas públicas que el Gobierno proyecta para 2025 en el Plan de Estabilidad con la del mundo pre-COVID. Así, cabe destacar tres resultados clave:

- **En 2025 el peso del sector público en la economía será más elevado que en 2019;** en concreto, se situará más de 2,0 p. p. por encima en porcentaje del PIB. Esto apunta a que el gasto público dará un salto estructural debido a factores como la indexación de las pensiones a la inflación<sup>4</sup> y al hecho de que habrá un aumento estructural del gasto en sanidad.
- **El déficit estructural será muy similar en 2025 (3,2%) al de 2019 (3,5% del PIB).** La razón es que los gastos aumentarán, pero se espera que también lo hagan los ingresos de forma parecida (véase el tercer resultado).
- **El Gobierno proyecta que el aumento de los ingresos fiscales, tras el gran aumento de la recaudación en 2021, se consolidará sin necesidad de nuevas medidas tributarias.** Así, según el Plan de Estabilidad, los ingresos fiscales serán en porcentaje del PIB 1,8 p. p. mayores en 2025 que en 2019. Ello se basa en un planteamiento inercial al asumir que se podrá conservar un nivel de recaudación similar al de 2021 (24,5% del PIB) en 2025 (la proyección es del 24,1%), claramente superior al del mundo pre-COVID.<sup>5</sup> La cuestión es si el aumento de la recauda-

**España: comparativa de cuentas públicas 2025 y 2019**



*Nota:* El déficit en 2019 excluye Sareb.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad 2022-2025 y 2021-2024.

ción será estructural. La digitalización de la economía en la pandemia puede haber reducido la economía sumergida y apoyaría dicha hipótesis. No obstante, el aumento de la imposición directa en 2021 puede estar relacionado con las medidas extraordinarias que se tomaron en la pandemia como los ERTE.

Javier Garcia-Arenas

2. En 2012, la deuda pública representaba el 86% del PIB, muy por debajo del nivel actual.  
 3. Véase el Focus «El impacto de las condiciones financieras sobre la carga de la deuda pública española» en el IM03/2022.  
 4. Parece que las prestaciones sociales, cuyo principal componente es el gasto en pensiones, han aumentado de forma permanente y serán 1,8 p. p. mayores en porcentaje del PIB en 2025 que en la prepandemia.  
 5. La recaudación en 2021 en porcentaje del PIB fue alrededor de 1 p. p. superior a la de los últimos 30 años.

## Buenas perspectivas para el sector turístico

La movilidad internacional se está recuperando a gran velocidad gracias a que la percepción de los riesgos ligados a la pandemia es cada vez menor entre la población. Esta confianza no es errónea, puesto que la variante ómicron ha resultado más leve, existe una muy elevada tasa de vacunación y la inmunidad natural –causada por el elevado número de contagios de invierno– es actualmente mucho mayor.

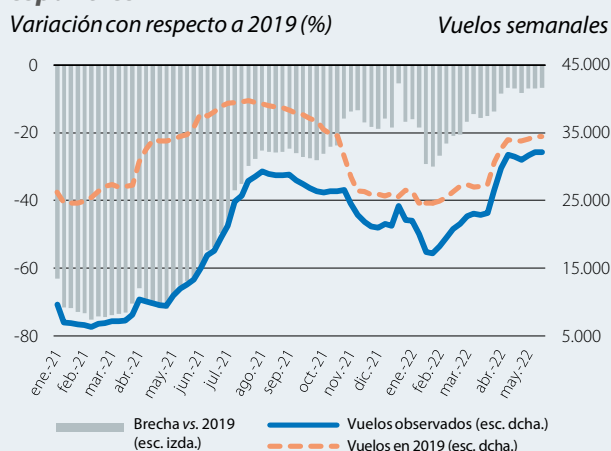
El sector turístico está siendo uno de los grandes beneficiados de esta tendencia. Los indicadores sectoriales dibujan unas perspectivas muy positivas de cara a lo que resta de 2022, por lo que el sector puede ejercer de motor de la economía española en un momento en el que gran parte de sectores atraviesa un complejo contexto.

### Indicadores de alta frecuencia

Uno de los indicadores a tiempo real que nos ofrece una visión fidedigna de la evolución de la demanda turística, descontando el efecto precio, es el de vuelos operados que proporciona Eurocontrol. Tal y como se observa en el primer gráfico, en la segunda semana de mayo, los vuelos operados en España se situaron apenas un 7% por debajo del mismo periodo de 2019. Se trata de una mejora muy notable desde el mes de enero, cuando los vuelos operados se situaron un 30% por debajo, debido a la ola de ómicron, y a su vez se trata de un gran hito, puesto que implica que se ha superado el volumen de vuelos semanales máximo de 2021 (alcanzado en la primera semana de agosto).

Si recurrimos a los datos de pasajeros según país de origen del avión, publicados mensualmente por AENA, podemos ver mejor qué hay detrás de esta recuperación. Como se puede apreciar en la tabla, el gran protagonista de la recuperación es el turismo británico, debido a su gran mejoría y a su importancia para el sector turístico español. Tras un 2021 en el que el número de pasajeros con origen en el Reino Unido se comportó mucho peor que el de procedentes de países de la UE, debido a la popularización del *staycation* entre los británicos (turismo vacacional doméstico), los últimos datos apuntan a caídas de apenas un 16% con respecto al mismo periodo de 2019. Por otro lado, también los vuelos de largo recorrido están mostrando muy buenas dinámicas en 2022, confirmando que la aversión a viajar está desapareciendo a escala más global. Por su parte, se confirma que el mercado doméstico sigue viviendo una buena situación. Además, la caída de la conectividad aérea con Rusia, que se deja sentir en el descenso de los pasajeros procedentes del resto de Europa, no está teniendo un efecto apreciable en las cifras agregadas, dado su bajo peso en el total de llegadas.

### España: vuelos operados en aeropuertos españoles



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

### España: llegadas de pasajeros según país de origen del vuelo

Variación con respecto al mismo periodo de 2019 (%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	
Total	-84	-75	-42	-28	-38	-26	-21	-12	↑
Doméstico	-74	-56	-16	-19	-28	-20	-17	-6	↑
Internacional	-90	-83	-52	-33	-43	-29	-24	-14	↑
UE	-90	-76	-41	-25	-40	-27	-22	-11	↑
Reino Unido	-98	-97	-70	-45	-58	-32	-25	-16	↑↑
Resto de Europa	-87	-87	-76	-47	-37	-36	-57	-56	↓↓
EE. UU. y Canadá	-97	-92	-75	-63	-45	-43	-34	-24	↑↑
Latam	-79	-77	-58	-36	-20	-6	0	8	↑↑
Resto del mundo	-78	-82	-55	-44	-51	-40	-29	-32	↑

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

### Perspectivas para 2022

También los indicadores adelantados, como son el volumen de reservas o los indicadores de interés (búsquedas en internet), anticipan una clara dinámica de mejora de cara a la temporada de verano. Concretamente, las búsquedas en Google sobre viajes a España desde los mercados emisores de Europa occidental se sitúan más de un 20% por encima de sus niveles habituales pre-pandemia, e incluso las búsquedas desde EE. UU. se situaron dentro de su rango habitual por primera vez desde que se iniciase la pandemia.

De cara al conjunto del año 2022, la gran inercia de recuperación del turismo de la UE y, sobre todo, del Reino Unido, sumada a la sorpresa positiva de la recuperación de mercados emisores americanos, dibujan unas perspectivas muy positivas para el sector. A pesar de ello, cabe señalar que el entorno macroeconómico que emerge de

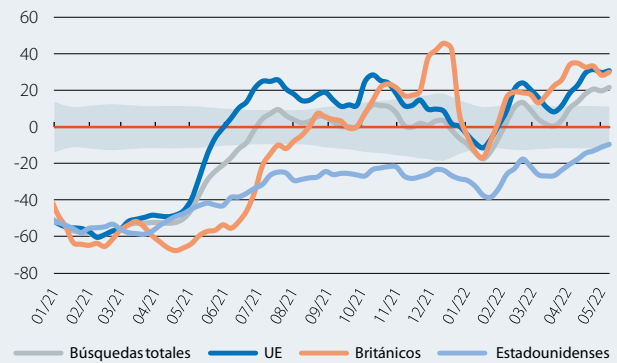
la guerra en Ucrania, con la gran alza de los precios de materias primas energéticas y agroalimentarias, afectará a la estructura de costes del sector, poniendo algo de presión sobre los precios de venta y los márgenes empresariales.<sup>1</sup> De todas formas, no parece que la demanda esté reaccionando negativamente ante el *shock* inflacionario.

En este contexto, según nuestras previsiones, este año el PIB turístico se situará a un nivel del 88% frente al de 2019, con un crecimiento de un 50% con respecto a 2021. Con ello, la actividad del sector turístico no recuperará los niveles prepandemia este año pero se situará en un nivel similar al de 2017, año en el que el sector obtuvo unos resultados muy positivos.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

### Búsquedas semanales en Google sobre viajes a España

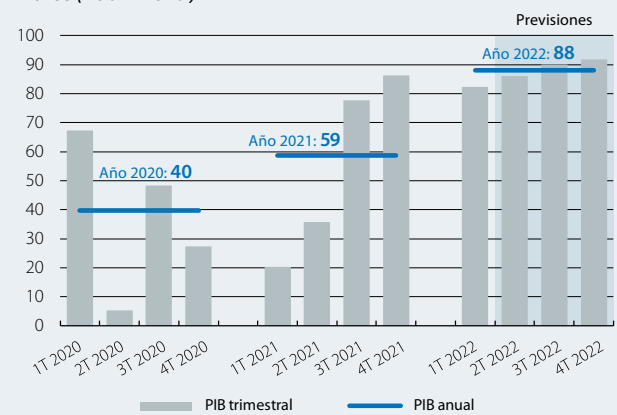
Variación con respecto al nivel de referencia (%)



**Notas:** Se utilizan datos de búsquedas de la palabra España en Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y EE. UU. en el idioma oficial de cada país dentro de la categoría de viajes. El nivel de referencia consiste en la previsión de búsquedas realizada a un año vista, utilizando un modelo ARIMA (1, 1, 1)<sub>52</sub> con datos entre enero de 2015 y diciembre de 2020. El área sombreada refleja el intervalo de confianza del 68% (α = 1) del nivel de referencia. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Google Trends.

### España: PIB turístico

Índice (100 = 2019)



Fuente: CaixaBank Research.

1. Véase el Focus «¿Qué sectores están más afectados por el conflicto de Ucrania?» del IM04/2022.

## Tendencias de largo plazo de la inversión en España

La inversión juega un papel clave en el potencial de crecimiento económico de un país. La cantidad y calidad del stock de capital productivo de un país condiciona su capacidad para adaptarse a las transformaciones económicas y, por ende, su progreso económico. Por ello, uno de los principales retos de la economía española para afrontar con éxito el actual contexto de rápidas innovaciones tecnológicas reside en reorientar su dotación de factores, un paso necesario para mejorar la productividad e impulsar la transformación del modelo productivo.

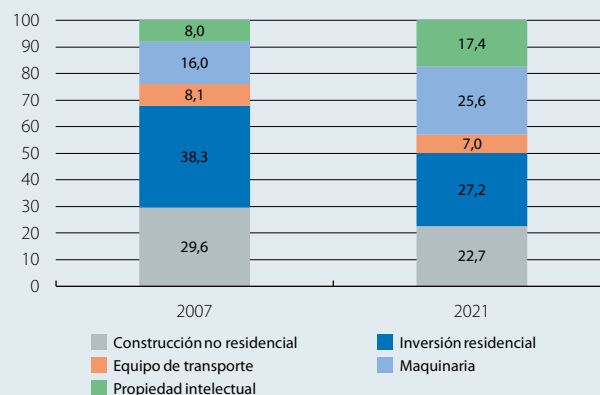
Este artículo constituye el primero de dos artículos dedicados al análisis de la inversión en España y explora los cambios en la composición de la inversión en España que ha tenido lugar en la última década, mientras que el segundo se centra en las dinámicas de la inversión desde el inicio de la pandemia, así como las señales que se pueden extraer de los últimos indicadores relacionados con la inversión.

### Cambios estructurales en la composición de la inversión

El primer gráfico muestra una comparativa de la estructura de la inversión en España entre el 2007, el año previo al inicio de la crisis financiera, y el 2021, último año para el que se dispone de datos. Varios mensajes emanan del gráfico. En primer lugar, vemos la profunda caída que ha experimentado el peso de la inversión en construcción en los últimos 14 años, tanto la no residencial, como, sobre todo, la residencial. Si, en 2007, la inversión en construcción representaba casi un 68% del total de la inversión, en 2021 esta proporción había caído hasta cerca del 50%. Esta caída refleja, naturalmente, el importante ajuste que ha experimentado el mercado inmobiliario desde la crisis financiera y que ha redimensionado de una manera estructural el peso de este sector en el conjunto de la economía: la inversión en construcción (residencial y no residencial) se situó en 2021 un 41% por debajo del nivel de 2007 (en términos reales).

En segundo lugar, vemos que tanto la inversión en maquinaria como la inversión en propiedad intelectual, principalmente materializada en activos intangibles, han aumentado significativamente su peso, especialmente en el caso de la inversión en intangibles, cuyo peso se ha más que doblado entre 2007 y 2021. El mayor peso de estas categorías no solo refleja un impacto automático derivado de la fuerte caída de la inversión en construcción, sino que también es el resultado de un esfuerzo inversor muy importante en términos absolutos: en términos reales, la inversión en intangibles en 2021 fue un 43% más elevada que la que tuvo lugar en 2007 y la inversión en maquina-

### España: estructura por tipo de inversión (% sobre el total de la inversión)



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

ria, un 20% superior. El relieve que está tomando la inversión en intangibles está ligado al fenómeno de la digitalización, una transición tecnológica que está revolucionando los procesos productivos de una manera transversal en la economía y que hace un uso más intensivo de inversiones de tipo intangible.<sup>1</sup> Por su parte, el avance de la inversión en maquinaria refleja la recuperación del sector industrial tras la crisis financiera, las necesidades de inversión que conlleva el proceso de digitalización previas a la pandemia así como la rotación que experimentó la economía española durante los años de recuperación hacia una economía más intensiva en exportaciones y que precisó de un esfuerzo inversor importante.

### Acercándonos a los patrones de inversión europeos

¿Cómo compara el comportamiento de la inversión en España con las principales economías europeas? Vemos primero la comparativa en niveles relativos y, después, en la estructura de la inversión.

El segundo gráfico muestra la evolución de la inversión en España y otras de las principales economías de la eurozona en porcentaje del PIB. Observamos cómo la inversión en España alcanzó cotas muy elevadas, del 30% del PIB, en la antesala de la crisis financiera. Una cota muy superior a la de otras economías vecinas y que fue alimentada por el fuerte crecimiento de la inversión en construcción. Asimismo, vemos que la corrección del sector inmobiliario a partir de 2008 tuvo un importante impacto sobre la inversión: en 2013 la inversión se situó en un mínimo del 17,2% del PIB. Desde entonces, la inversión, impulsada por las categorías que comentábamos anteriormente, ha ido ganando

1. En contraposición a los activos de inversión más tradicionales, los activos intangibles carecen de un componente físico. Estamos hablando de, entre otros, inversión en *software*, patentes, bases de datos y formación.

do terreno hasta situarse cerca del 20% del PIB desde 2019 hasta la actualidad. Con todo, vemos que el esfuerzo inversor en España, aunque no está lejos, aún se sitúa algo por debajo del esfuerzo que realizan países como Francia o Alemania.

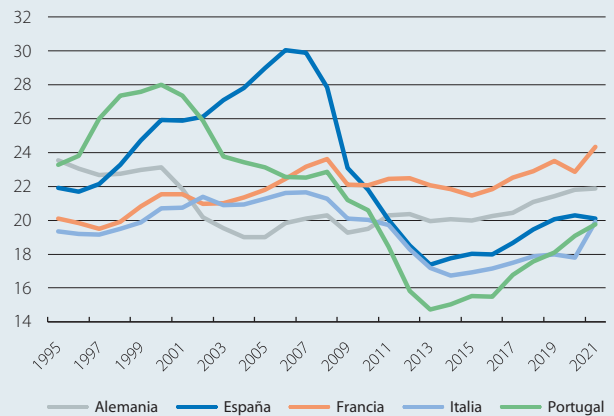
¿Y cómo compara la estructura de la inversión en España con otras economías europeas? Tal y como se puede ver en el tercer gráfico, la estructura de la inversión en España en 2021 fue bastante similar a la de otras grandes economías europeas. En particular, se observa que el peso de la inversión en construcción en nuestra economía es parecido al de otras y, salvando algún caso idiosincrático, lo mismo podemos decir del peso de la inversión en intangibles y en bienes de equipo y transporte.

No obstante, si bien la estructura de la inversión en España actualmente es similar a la de las grandes economías europeas, este no era el caso hace 10 años, cuando el peso de la inversión en construcción en España era muy superior al de los principales países europeos, mientras que el de intangibles se encontraba muy por debajo. De este modo, el diferencial en el capital acumulado en intangibles y en maquinaria es aún sustancial. A modo de ejemplo, según los datos de EUKLEMS, en España, en 2016, el último dato disponible, el capital intangible era de 6.750 euros por trabajador, frente a los 13.300 euros por trabajador de Francia y a los 10.450 euros de Alemania. De este modo, y dado que el porcentaje del PIB que destinamos a la inversión es similar al de Francia o Alemania, sería necesario que en España el peso de la inversión en estas categorías fuera durante un tiempo superior a la de las otras economías para completar un proceso de convergencia en términos de capital por trabajador.

En este sentido, los fondos europeos del programa NGEU son un elemento clave que no solo van a impulsar la inversión, sino que con una adecuada selección de los proyectos constituyen una oportunidad única para modernizar los activos productivos de la economía española.

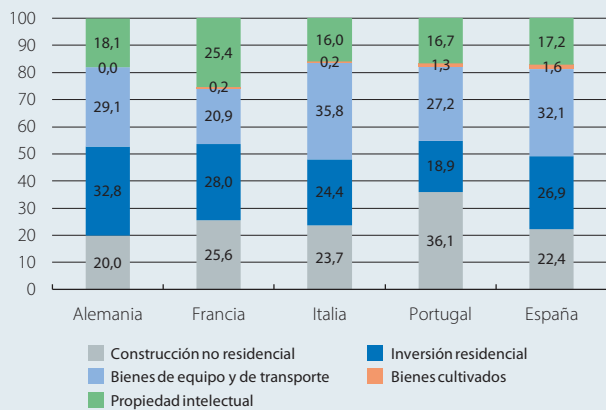
Oriol Carreras

**Eurozona: inversión**  
(% del PIB)



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

**Eurozona: comparativa de la estructura de la inversión por componentes**  
(% sobre el total de la inversión)



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

## Tendencias de corto plazo de la inversión en España

En este segundo artículo dedicado al análisis de la inversión en España, nos centramos en la evolución de la inversión durante la pandemia y analizamos las señales que ofrecen los últimos indicadores de actividad relacionados con la formación bruta de capital.

### El comportamiento de la inversión durante la pandemia

La pandemia ha tenido un impacto muy asimétrico sobre cada uno de los componentes de la inversión (véase el primer gráfico). Así, mientras que la inversión en intangibles y en maquinaria han recuperado y superado los niveles precrisis, la inversión en construcción y, sobre todo, la inversión en equipo de transporte aún se encuentran claramente por debajo.

Tal y como apunta Pacce (2022),<sup>1</sup> este comportamiento asimétrico es reflejo de la naturaleza de la propia pandemia, que afectó con más profundidad a aquellos sectores que precisan de una manera más intensa de una interacción humana en presencial. Así, las actividades relacionadas con el sector servicios se vieron más afectadas que las actividades industriales. Sin embargo, en la medida que el sector servicios es un sector menos intensivo en inversión de maquinaria, esta tipología de inversión se habría visto menos perjudicada durante la pandemia. Además, las fuertes inversiones en digitalización para habilitar el teletrabajo o el comercio *on-line* que se realizaron habrían impulsado tanto la inversión en intangibles (esto es la categoría de propiedad intelectual) como también la de maquinaria (que incluye equipos informáticos). Finalmente, aunque el comercio *on-line* cabría esperar que hubiera impulsado la inversión en equipo de transporte, por las necesidades de reparto que genera, el impacto de las medidas de restricción a la movilidad y el impacto sobre el turismo nacional e internacional más que compensaron el primer efecto y deprimieron la inversión en esta categoría.

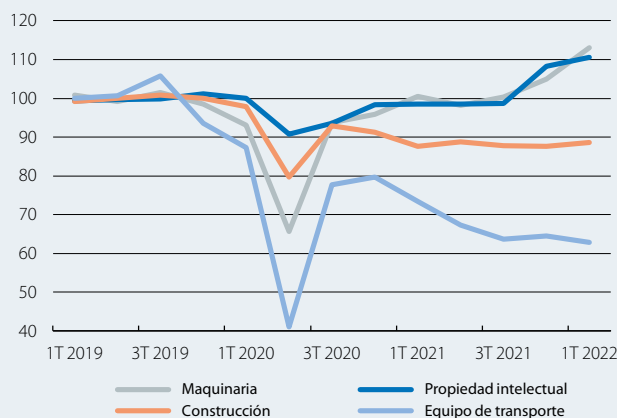
### Los indicadores más recientes

¿Qué señalan los indicadores de actividad más recientes relacionados con la inversión, especialmente aquella relacionada con la inversión en maquinaria? Desafortunadamente, aún no se dispone de indicadores *hard*, es decir, basados en datos firmes, para el 2T 2022. Sí disponemos, en cambio, de indicadores *soft*, los que se refieren al grado de confianza y a las expectativas de los agentes, y de indicadores acerca de los principales condicionantes de la inversión (véase el segundo gráfico).

1. Véase Pacce, M. J. «El comportamiento de la inversión en equipo durante la pandemia: el papel de su composición sectorial». Boletín Económico 2/2022. Banco de España.

### España: inversión

Índice (100 = 2019)



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

El grado de utilización de la capacidad productiva en la industria es un indicador adelantado de la inversión, ya que, cuando alcanza niveles elevados, apunta a la necesidad de invertir para aumentar la capacidad de producción y satisfacer la demanda. Asimismo, también el clima de confianza en la industria es un indicador relevante, porque la incertidumbre frena la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Por último, consideramos las respuestas a la encuesta trimestral de la Comisión Europea a las empresas del sector industrial acerca de cuáles son los factores que limitan su producción.<sup>2</sup>

Tal y como se puede observar en el segundo gráfico, en general todos los indicadores están por encima de su promedio histórico, por lo que cabría esperar un tono expansivo de la inversión: el grado de utilización de la capacidad de producción es elevado; la confianza, aunque ha sufrido un deterioro desde el estallido del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, se mantiene en cotas similares a las de los años anteriores a la pandemia, y la demanda se encuentra en niveles relativamente elevados.

Sin embargo, se aprecia un fuerte deterioro del indicador que relaciona la escasez de materiales o equipamiento como uno de los principales obstáculos para poder producir. Este indicador nos recuerda las dificultades que está atravesando el sector industrial debido a las disrupciones en las cadenas de suministros globales, un fenómeno que hemos analizado en otros artículos.<sup>3</sup>

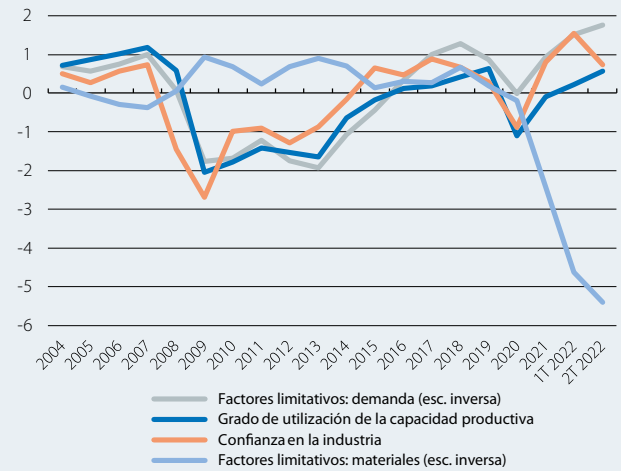
2. En el segundo gráfico mostramos las respuestas acerca de si la escasez de materiales o equipamiento y la escasez de demanda constituyen factores limitativos, aunque en la encuesta de la Comisión Europea se incluyen más opciones.

3. Véase, por ejemplo, «Cuellos de botella: del ¿por qué? al ¿hasta cuándo?» en el IM12/2021, o «Cadenas de suministros: las disrupciones no arrecian», en el IM02/2022.

De este modo, las perspectivas de cara a los próximos meses son inciertas. El buen comportamiento de los indicadores que mencionábamos anteriormente refleja un entorno económico favorable al avance de la inversión, un contexto marcado por el desvanecimiento del impacto de la pandemia y por el impacto de los fondos europeos NGEU. Recordemos que el NGEU supone un impulso inversor de una magnitud muy elevada. Tan solo para 2022, los Presupuestos Generales del Estado contemplan inversiones a cargo del NGEU por un monto de casi 27.000 millones de euros, un 2,2% del PIB de 2021, de los cuales 10.000 van destinados a proyectos relacionados con el sector industrial y digitalización de la economía. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre relacionado con las tensiones bélicas y los cuellos de botella pueden retrasar la implementación de muchos proyectos, inclusive aquellos relacionados con el NGEU, y quitar lustro a un avance de la inversión que, en ausencia de estas problemáticas, hubiera sido sin duda muy vigoroso.

Oriol Carreras

**España: indicadores soft relacionados con la inversión en bienes de equipo**  
Índice estandarizado \*



**Nota:** \* Cada serie ha sido estandarizada y presenta una media igual a 0 y una desviación estándar igual a 1.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

**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	03/22	04/22	05/22
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-9,5	8,8	28,7	1,9	1,5	1,6	0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,6	0,6	-0,2	2,3	4,9	6,9	4,4	-1,2	1,3
PMI de manufacturas (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	54,2	53,3	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	32,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-12,5	9,5	0,7	22,3	32,4	41,7	42,0	...	...
Precio de la vivienda	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	...	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	313,4	313,4	...	...
PMI de servicios (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	53,4	57,1	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	-4,1	1,5	...
Matriculaciones de automóviles	-29,3	158,0	661,0	-24,5	-17,1	-7,5	-30,2	-12,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,8	-12,8	-10,1	-9,1	-13,1	-17,3	-28,2	-26,9	-22,6
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>1</sup>	-2,9	3,0	5,7	4,5	4,3	4,6	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	15,5	14,8	15,3	14,6	13,3	13,6	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>2</sup>	-2,0	2,5	3,9	3,8	3,9	4,5	4,8	5,1	...
<b>PIB</b>	-10,8	5,1	17,8	3,5	5,5	6,4	-	-	-

**Precios**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
General	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	9,8	8,3	8,7
Subyacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	3,4	4,4	4,9

**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	03/22	04/22	05/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	26,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	36,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	9,3	11,3	9,2	11,6	11,3	10,6	10,6	...	...
Bienes y servicios	16,5	18,2	17,1	19,2	18,2	17,1	17,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-6,9	-7,9	-7,7	-6,9	-6,5	-6,5	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	13,7	22,3	15,2	19,7	22,3	22,9	22,9	...	...

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

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,1	5,5	...	...
A la vista y ahorro	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	9,2	9,6	...	...
A plazo y preaviso	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-26,8	-26,3	...	...
Depósitos de AA. PP.	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,2	18,5	...	...
<b>TOTAL</b>	7,1	6,7	5,5	5,5	6,6	5,9	6,2	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	...	...
Empresas no financieras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-0,9	-0,6	-1,3	...	...
Hogares - viviendas	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,3	...	...
Hogares - otras finalidades	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	...	...
Administraciones públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,6	2,4	...	...
<b>TOTAL</b>	1,3	1,1	0,6	0,7	0,6	0,3	0,0	...	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	4,5	4,3	4,5	4,4	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.

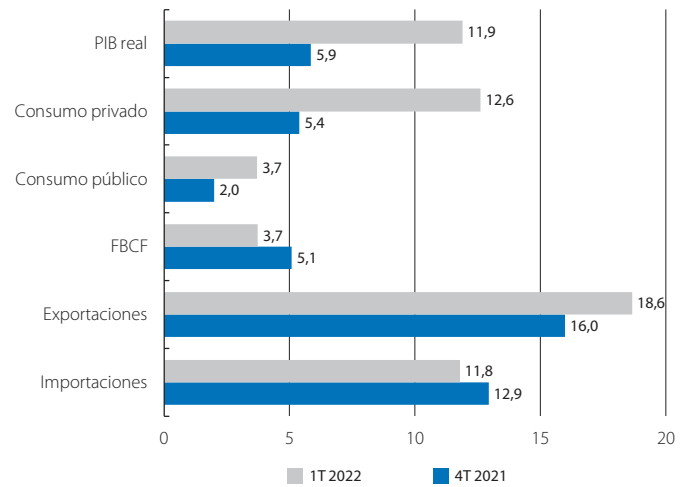
## Portugal: el buen arranque del año empuja el crecimiento anual a la casilla del 6%

**Revisión al alza del crecimiento en 2022 con la incorporación del buen resultado del 1T.** El INE confirmó que la economía creció un 2,6% intertrimestral y un 11,9% interanual en el 1T, impulsada por el consumo y la recuperación del turismo. De este modo, aunque la economía se estancase el resto del año, el PIB aún crecería un 6,3% en el conjunto de 2022. Sin embargo, algunos indicios sugieren que la actividad continuará expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado que en el 1T, por lo que hemos revisado nuestra previsión para el crecimiento del PIB real en 2022 hasta el 6,6% desde el 4,2% anterior. Los indicadores de actividad relativos al 2T señalan que la economía continúa en expansión, si bien en una fase menos dinámica. El indicador diario de actividad apunta que la actividad creció por encima del 7% interanual en abril y mayo, con tendencia a la desaceleración (2,8% en los primeros 22 días de mayo); si bien en la lectura deben tenerse en cuenta los diferentes grados de confinamiento en los meses con los que se realiza la comparación. La tendencia de desaceleración también se confirma en el comportamiento de los indicadores de sentimiento, que se moderan en prácticamente todos los sectores en mayo. Las mayores preocupaciones tienen que ver con la marcha de la demanda y el aumento de los precios, en todos los sectores con excepción de los servicios, donde la confianza prácticamente se mantiene estabilizada, a pesar de la notable mejora en el sector del alojamiento y la restauración.

**La inflación vuelve a repuntar en mayo, hasta el 8%.** Fue en este contexto que el mes pasado CaixaBank Research revisó la previsión de inflación media anual para 2022 del 5,4% al 6%. Se observa que la inflación elevada (por encima del 5%) se extiende ya a casi la mitad de la cesta del IPC. De hecho, en abril pudimos comprobar que 37 categorías de la cesta presentaban tasas por encima del 5% (32 en marzo), un número que prácticamente duplica el de enero (19). Por su parte, la inflación subyacente alcanzó en mayo el 5,6%, apuntando el riesgo de una mayor persistencia del fenómeno inflacionista. El contexto continúa presidido por una elevada incertidumbre: por un lado, el anuncio del nuevo paquete de sanciones con el embargo casi total al petróleo ruso está presionando al alza el precio del crudo, pero, por otra parte, en la fecha en la que escribimos este texto está pendiente de confirmación la apertura de un corredor marítimo para la salida de cereales de los puertos de Ucrania por el mar Negro, lo que podría ayudar a estabilizar los precios de estas *commodities*.

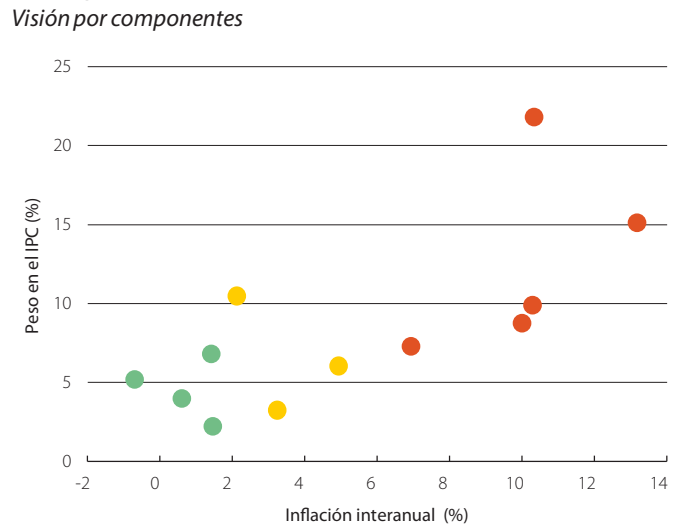
**El mercado laboral no pierde fuelle con la guerra.** El empleo continúa recuperándose de forma sólida (0,4% intertrimestral y 4,7% interanual en el 1T), superando ampliamente los registros anteriores a la pandemia (2,4%; +115.000 puestos de trabajo que en el 4T 2019). La recuperación del empleo se explica por el aumento tanto del empleo privado (1,8%, +73.000 empleos) como del público (+6,1%, +42.000). Más concretamente, el

### Portugal: PIB y componentes de la demanda Variación interanual (%)



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

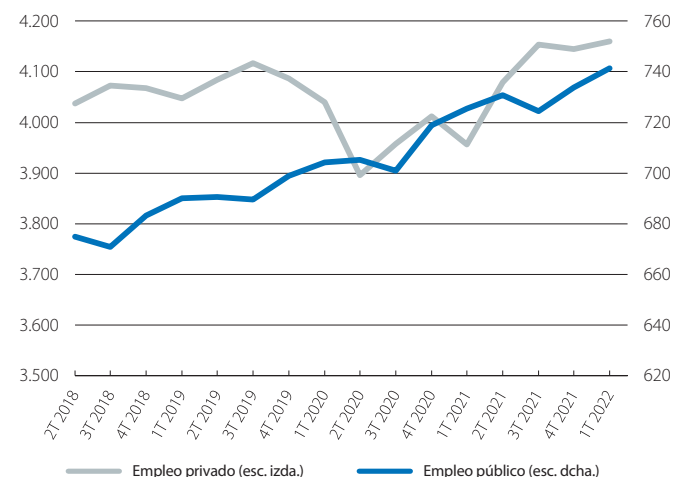
### Portugal: IPC de abril de 2022 Visión por componentes



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

### Portugal: empleo privado y público

(Miles de personas)



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

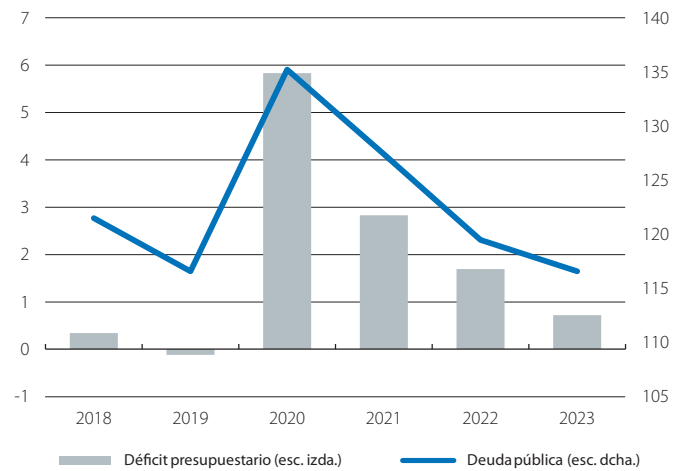
empleo público alcanzó las 741.288 personas, un máximo desde finales de 2011 (fecha desde la que existen datos regulares para el empleo público), lo que representa un 15,1% del total de población empleada. Con un 1T más positivo de lo que se preveía (la tasa de paro cayó hasta el 5,9% frente al 6,4% que esperábamos), revisamos nuestra previsión de tasa de paro para el conjunto del año hasta el 5,9% (6,7% anteriormente).

**La normalización de la economía devuelve la consolidación presupuestaria.** En los primeros cuatro meses del año, el déficit presupuestario se sitúa en el 1,0% del PIB, significativamente por debajo del registrado un año antes (-7,2%) y del dato de 2019 (-1,8%). La mejora frente a 2021 se corresponde con un notable crecimiento de los ingresos (+15% interanual), sobre todo de los ingresos fiscales (especialmente el IVA), y con una caída del gasto del 1,8% interanual. Esto se debe a la reducción de los gastos por intereses y en transferencias corrientes, en este caso como consecuencia del menor impacto de las medidas COVID de apoyo a las empresas y las familias. Después del sorprendente resultado del déficit presupuestario en 2021 (2,8% del PIB frente a una previsión del 4,3%), y considerando el Presupuesto del Estado para 2022 presentado en abril, hemos revisado a la baja nuestra previsión para el saldo presupuestario hasta el -1,7% del PIB en 2022 (anteriormente -2,1% en contabilidad nacional). Del mismo modo, la ratio de deuda pública podría caer hasta el 119,5% del PIB (127,4% en 2021) y alcanzar el valor anterior a la pandemia en el próximo año (116,6%).

**Exuberancia del sector turístico en abril.** El número de huéspedes y de pernoctaciones fue superior en un 1,6% y un 1,1%, respectivamente, a las cifras registradas antes de la pandemia por primera vez desde la aparición de la COVID-19. El 1T 2022 se cerró con cifras un 19% por debajo del número de huéspedes y de pernoctaciones del mismo trimestre de 2019, pero estos últimos datos abren perspectivas muy positivas para los próximos meses, que son los más fuertes para el sector turístico portugués. En paralelo, los últimos datos de la European Travel Commission (ya tras el inicio de la guerra en Ucrania) indican una intención de viajar en vacaciones en 2022 por encima del 80% por parte de los ciudadanos de importantes mercados emisores (España, Alemania y Reino Unido, por ejemplo). Las presiones inflacionistas, el precio del *jet fuel* y la falta de personal denunciada por algunas cadenas hoteleras continúan siendo los principales riesgos en el horizonte.

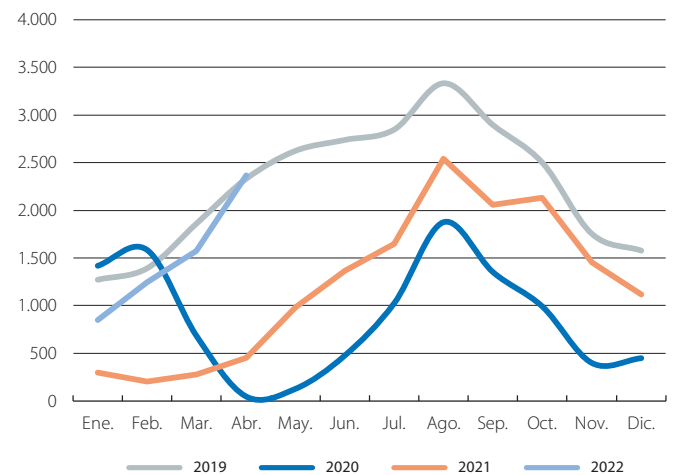
**Revisión al alza de la previsión para los precios de la vivienda.** A pesar de que el índice de precios de la vivienda del INE para el 1T 2022 en la fecha en la que escribimos todavía no se ha divulgado, hemos revisado al alza nuestra previsión para los precios en 2022 (del 7,1% al 7,7%). Los datos disponibles apuntan en este sentido: el índice de precios de la vivienda de Confidencial Inmobiliário aumentó un 17% interanual en el 1T, y siguió la misma línea en abril (17,5%); los datos de tasaciones para créditos a la vivienda también aceleraron hasta el 13% interanual en abril. Si bien el indicador de confianza del sector se encuentra por encima de los niveles previos a la pandemia, pensamos que la segunda mitad del año será más moderada, como consecuencia de las presiones inflacionistas en los presupuestos familiares y del contexto de subida de los tipos de interés de referencia.

**Portugal: déficit presupuestario y deuda pública**  
(% del PIB)



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

**Portugal: número de huéspedes**  
(Miles)



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

**Portugal: índice de confianza en el mercado inmobiliario**  
(Puntos)



Nota: El índice de confianza es un promedio entre el saldo neto de respuestas sobre precios y ventas.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Confidencial Inmobiliário.

## En Portugal, la inflación moderará la tasa de ahorro de las familias

Durante la pandemia las familias acumularon un colchón de ahorro que ahora ayudará a hacer frente al aumento de la inflación. En 2021, la tasa de ahorro de los hogares se moderó ligeramente hasta el 10,9% de su renta disponible, por debajo del 12,7% que alcanzó en 2020, pero todavía 3,7 p. p. por encima del 7,2% de 2019. En cifras absolutas, en 2021 las familias ahorraron 16.650 millones de euros, 2.000 millones menos que en 2020, pero 6.000 millones más que en 2019.

La moderación del ahorro en 2021 se debió a un crecimiento del consumo nominal (4,8%) por encima del avance de la renta disponible (3,2%). En 2022, resulta previsible que este comportamiento se agudice, en la medida en que se espera que el consumo nominal crezca en torno al 8%-9%, impulsado por el aumento de la inflación hasta niveles superiores al 5% y por la materialización de algunos gastos pospuestos durante los confinamientos; mientras que la renta disponible continuará creciendo en torno al 3,5%. En este contexto, la tasa de ahorro podría caer hasta niveles de entre el 5% y el 7%.

No obstante, hay elementos que nos hacen pensar que la tasa de ahorro podría situarse en la banda alta del intervalo, en la medida en que el aumento del ahorro, aunque haya sido transversal a todas las clases de renta<sup>1</sup> se concentró en los hogares de renta más elevada, que habitualmente tienen mayor capacidad de ahorro y una menor propensión a consumir. Asimismo, el clima de mayor incertidumbre que se vive a raíz de la guerra en Ucrania podría generar comportamientos más cautelosos, que contribuyan a una reducción menos acentuada del ahorro.

Por su parte, la capacidad de financiación de las familias se redujo en 2021 en cerca de 3.000 millones de euros, hasta los 9.300 millones, un nivel aún muy superior a los cerca de 4.000 millones que se registraban en los años previos a la pandemia. El contexto de bajos tipos de interés, de condiciones financieras favorables y de elevado ahorro acumulado favoreció el dinamismo de la inversión en vivienda, lo que explica la caída de la capacidad de financiación de las familias. En efecto, en 2021 se realizaron 39.000 transacciones de viviendas, que supusieron el movimiento de 7.000 millones de euros, 2.000 millones más que en 2020.

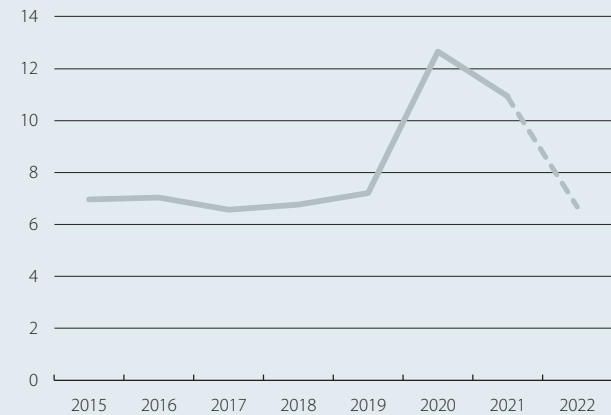
En este contexto, la riqueza financiera de las familias aumentó en 2021, en la medida en que los depósitos crecieron más que el endeudamiento. Los primeros aumentaron cerca de 11.000 millones, hasta los 173.000 millones, un 6,8% más que en 2020; mientras que el endeudamiento aumentó en 4.900 millones, hasta los 144.000 millones, un 3,5% más que en 2022.

En definitiva, los ahorros acumulados durante la pandemia y los balances de las familias, más equilibrados, ayudarán a hacer frente a una inflación excepcionalmente elevada.

*Teresa Gil Pinheiro*

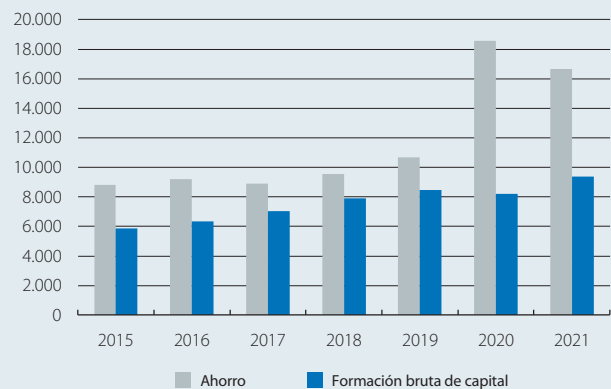
1. La encuesta sobre la situación financiera de las familias (ISFF, por sus siglas en portugués) de 2020, cuyos datos se recogieron entre octubre de 2020 y febrero de 2021, indica que, en 2020, el porcentaje de familias que ahorraron más de lo que es habitual presenta un perfil creciente con la renta más acentuado si lo comparamos con la anterior encuesta realizada en 2017. En el primer quintil de la renta, el 3% de las familias declararon haber ahorrado más de lo habitual (2% en 2017), en el segundo, el 6% (3%), en el tercero, el 9% (3%), en el cuarto, el 16% (6%) y en el último quintil, el 22% (el 8% en 2017).

### Portugal: tasa de ahorro de las familias (% de renta disponible)



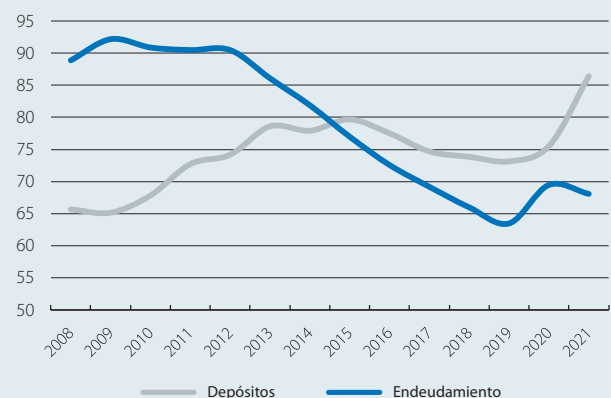
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: ahorro e inversión de los hogares (Millones de euros)



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

### Portugal: depósitos y endeudamiento de los hogares (% del PIB)



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

**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	03/22	04/22	05/22
Índice coincidente de actividad	-5,5	3,1	2,8	5,3	6,1	7,0	7,1	7,0	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-6,9	4,5	25,0	-4,7	-1,5	-2,3	0,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-15,3	-5,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7	-0,9	-3,0
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	12,6	-28,7	-0,9	-7,2	40,0	-8,2	...	...
Compraventa de viviendas	-11,2	20,5	58,2	22,1	17,2	-	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	8,3	8,6	8,5	8,7	11,0	11,5	12,1	13,0	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-74,2	-38,7	52,0	259,3	259,3	304,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	-21,6	-2,9	-9,9	5,5	11,9	9,5	8,8	14,6	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-3,0	4,9	16,5	3,1	7,3	12,7	9,9	6,3	...
Indicador coincidente del consumo privado	-6,2	4,8	4,9	7,5	7,3	6,4	5,9	5,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-17,3	-13,6	-13,5	-19,3	-22,1	-27,2	-32,4
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	-1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	4,7	4,0	3,5	...
Tasa de paro (% de la población activa)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	5,9	5,8	5,8	...
<b>PIB</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>16,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>11,9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Precios**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
General	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	4,3	5,3	7,2	8,0
Subyacente	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	3,1	3,8	5,0	5,6

**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	03/22	04/22	05/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	21,4	21,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,8	21,4	1,8	10,3	21,4	33,4	33,4	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	-3,9	-5,6	-4,1	-4,4	-5,6	-6,9	-6,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	3,2	3,2	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**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	03/22	04/22	05/22
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	8,9	8,9	8,9	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	15,3	15,3	14,9	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,6	...
Depósitos de AA. PP.	-21,0	-4,1	-15,0	-5,2	-4,1	9,8	9,8	-2,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	2,8	2,8	2,7	...
Empresas no financieras	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	1,2	1,2	1,0	...
Hogares - viviendas	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	3,0	3,0	3,0	...
Hogares - otras finalidades	-1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	6,4	6,4	6,4	...
Administraciones públicas	-4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	5,3	5,3	4,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>...</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

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

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

## Te recomendamos:

### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

### Monitor COVID-19



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

### Informe de la Industria manufacturera 2022



La guerra de Ucrania ha intensificado algunos de los lastres que ya sufrió la industria en 2021. En este número, analizamos los sectores más afectados por el *shock* energético, el futuro de las cadenas de valor globales y la pujanza del sector farmacéutico español.

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



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2022

© Banco BPI, 2022

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

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

