

# IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 469 | JULIO-AGOSTO 2022



## CLAVES DEL ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

*Deberes para el verano*

*¿Resistirá la economía española?*

*Preguntas y respuestas sobre el euríbor*

*Fondos europeos NGEU en 2022 (y más allá): una apuesta clara por la sostenibilidad verde*

*El PERTE Chip: ¿conseguirá España hacerse un hueco en la industria de los microchips?*

## LA SITUACIÓN DE LOS HOGARES ANTE LA COYUNTURA ACTUAL

---

*EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?*

*Las claves del segundo plan de choque español*

*La desigualdad salarial en España vuelve a la casilla prepandemia*

*Dinámicas salariales en España: ¿crecen al mismo ritmo los salarios bajos y los altos?*

*¿Creció el consumo en España en el 2T 2022? Lo que nos dicen los datos en tiempo real*

**INFORME MENSUAL**

Julio-Agosto 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:

8 de julio de 2022

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Preguntas y respuestas sobre el euríbor*

Ricard Murillo Gili y Antonio Montilla

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**14 *EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?*

Clàudia Canals y Antonio Montilla

**18 ECONOMÍA ESPAÑOLA**20 *Las claves del segundo plan de choque español*

Javier Garcia-Arenas

22 *Fondos europeos NGEU en 2022 (y más allá): una apuesta clara por la sostenibilidad verde*

Javier Garcia-Arenas

24 *La desigualdad salarial en España vuelve a la casilla prepandemia*

Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG y Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), Jose G. Montalvo (UPF, IPEG y Barcelona GSE) y Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG y Barcelona GSE)

27 *El PERTE Chip: ¿conseguirá España hacerse un hueco en la industria de los microchips?*

Pedro Álvarez Ondina

29 *Dinámicas salariales en España: ¿crecen al mismo ritmo los salarios bajos y los altos?*

Josep Mestres Domènech

30 *¿Creció el consumo en España en el 2T 2022? Lo que nos dicen los datos en tiempo real*

Eduard Llorens i Jimeno

**32 ECONOMÍA PORTUGUESA**34 *Portugal: el horizonte se despeja para el sector turístico*

Tiago Belejo Correia

## Deberes para el verano

Superado el ecuador del curso, los efectos de los desajustes entre oferta y demanda sobre la inflación continúan presidiendo el comportamiento de la economía mundial obligando a adaptar su hoja de ruta a la nueva realidad, tanto a los bancos centrales como a los gobiernos. Termómetros como el registro del primer déficit comercial en Alemania en 30 años, la aproximación de la cotización del euro a la paridad frente al dólar y la reaparición del riesgo de fragmentación financiera en Europa reflejan las disrupciones a las que se enfrenta la economía mundial. A la dificultad de abordar un desafío para el que no existen precedentes en las últimas cuatro décadas se une la complejidad de incluir en los escenarios económicos el aumento de las tensiones geopolíticas. Todo ello en una coyuntura poco propicia para la coordinación de unas políticas económicas exhaustas tras el esfuerzo realizado para afrontar la pandemia.

El panorama es especialmente complicado para los bancos centrales, pues las dinámicas de los precios van mutando paulatinamente, lo que dificultará administrar la dosis adecuada de endurecimiento de las condiciones financieras que permita encauzar el problema de la inflación, minimizando los daños colaterales en crecimiento y estabilidad financiera. Sobre todo, porque cada vez es más difícil discernir qué parte de la escalada de los precios tiene su origen en el lado de la oferta y cuál en el de la demanda. Tras las últimas sorpresas negativas, la sensación es que los repuntes de precios se van filtrando a más componentes de las cestas de bienes de consumo, lo que está obligando a intensificar el proceso de normalización monetaria, teniendo en cuenta que los precios de la energía parece que se mantendrán en niveles elevados durante más tiempo del esperado y que otros problemas de oferta (cuellos de botella, desajustes en los mercados de trabajo) no van a desaparecer de la noche a la mañana. En el caso del BCE la complejidad es mayor, pues mientras se desmonta todo el entramado de herramientas no convencionales que se pusieron en marcha para afrontar las dos últimas crisis (PEPP, TLTRO, etc.) se debe diseñar en tiempo récord una nueva herramienta para afrontar el riesgo de fragmentación que, además de ser flexible, tendrá que incluir condicionalidad, es decir, medidas que garanticen la sostenibilidad fiscal de los países que reciban apoyo.

La erosión que está provocando el aumento de precios en la capacidad de compra de los agentes, la vuelta de tuerca de los bancos centrales que se ha trasladado a toda la curva de tipos de interés y la impresión de que Rusia puede cortar el suministro de gas a Europa en cualquier momento han provocado el deterioro de la confianza de los inversores, un aumento de la incertidumbre y la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento. La duda es si esa preocupación por lo que nos puede deparar el otoño puede anticipar decisiones de compra y mejorar el comportamiento de la economía en los meses de verano, aprovechando el ahorro acumulado todavía a disposición de las familias, o, por el contrario, adelantar ya su impacto a través de un deterioro de la confianza.

En ese delicado equilibrio entre certezas y expectativas, el debate es si la reducción del gasto agregado necesaria para encauzar las tensiones de precios terminará en un aterrizaje suave o, dadas las turbulentas condiciones que afronta el ciclo de negocios, debemos esperar una recesión en la eurozona y en EE. UU. Realmente, hay pocos precedentes que con inflaciones en doble dígito y un punto de partida tan laxo de la política monetaria se pueda encauzar una inercia tan negativa de los precios sin afectar de forma apreciable a la actividad. Especialmente en EE. UU., donde los consejeros de la Fed están anticipando que la política monetaria necesitará situarse en zona restrictiva en 2023, con tipos de interés por encima del 3,5%. Tras este movimiento, la curva de rentabilidades se ha invertido (2 años/10 años), descontando una contracción de la actividad en invierno que permitiría domeñar a la inflación y daría paso a un nuevo proceso de bajada de tipos, incluso antes de finalizar 2023.

En definitiva, el debate de las últimas semanas es valorar la probabilidad de una recesión global. Pero hay que tener en cuenta que una recesión es más que una fase de crecimiento por debajo del potencial o una caída del PIB durante un par de trimestres, pues el ajuste de la actividad debe ser profundo, duradero, extenderse a toda la economía y afectar a ingresos, producción y empleo. Es verdad que las señales de desaceleración son claras y que un nuevo *shock* de oferta ocasionado por un corte de los suministros de gas a Europa sería el golpe definitivo al ciclo de actividad, pero de momento no se puede dar por descontada una recesión global, al menos mientras los mercados de trabajo sigan presentando una elevada solidez y los mercados financieros sigan asimilando el cambio en la política monetaria de forma ordenada, es decir, sin un incremento de la inestabilidad. En este sentido, una cuestión particularmente relevante a corto plazo será el diseño de la nueva herramienta del BCE, justo cuando se va a cerrar el programa monetario más expansivo de la historia de Europa. Unos deberes nada sencillos en plena época estival para la autoridad monetaria europea.

José Ramón Díez  
Julio-agosto 2022

## Cronología

### JUNIO 2022

- 26** Cumbre del G7 en Alemania donde la guerra en Ucrania y la energía fueron los principales temas.
- 28** Cumbre de la OTAN en Madrid donde se señala a Rusia como la máxima amenaza directa.
- 30** Rusia avanza en el control del Donbás.

### 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.

### 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.

## Agenda

### 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 del 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).

### AGOSTO 2022

- 1** Portugal: producción industrial (junio).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 5** España: producción industrial (junio).
- 10** Portugal: empleo (2T). Portugal: cifra de negocios en los servicios (junio).
- 15** Japón: PIB (2T).
- 18** España: comercio exterior (junio).
- 26** España: créditos, depósitos y morosidad (junio). Portugal: *rating* DBRS.
- 30** España: avance del IPC (agosto). Eurozona: índice de sentimiento económico (agosto).
- 31** Portugal: desglose del PIB (2T). Portugal: avance del IPC (agosto).

## ¿Resistirá la economía española?

¿Resistirá la economía española o acabará entrando en recesión? Es la pregunta del momento. Desde que utilizamos Google, nunca habíamos escrito tantas veces la palabra «recesión» en el buscador. La preocupación se ha disparado en todo el mundo, incluida España. En este caso, los últimos datos publicados muestran una economía que mantiene un ritmo de crecimiento dinámico, especialmente si tenemos en cuenta el difícil contexto en el que nos encontramos. Pero los frentes que se alzan en el horizonte han avivado los temores a que la recuperación acabe descarrilando y nos vemos obligados a revisar el escenario de previsiones para la economía española.

Por el momento, siguen destacando de manera positiva tanto el ritmo de creación de empleo como la calidad del empleo que se genera. Durante el mes de junio, el número de empleos creados fue superior al esperado, con un aumento de más de 75.000 personas en términos desestacionalizados (prácticamente el doble de lo que se registró en promedio los cinco meses anteriores), y el número de personas empleadas batió un nuevo máximo histórico. Lo que vemos en el horizonte no invita al optimismo, pero este buen dato no debería pasar desapercibido. Es cierto que el grueso del empleo se generó en el sector servicios, sobre todo gracias a la buena marcha de la temporada turística. Pero el resto de los sectores mantienen un nivel de ocupación superior al previo a la pandemia. A todo ello se suma la reducción sostenida de la tasa de temporalidad, uno de los principales retos de la economía española desde hace décadas. Gracias a la mejora de la calidad del empleo que se genera, ha descendido 7 p. p. respecto a junio del pasado año, y ya se encuentra en el 20%. Un hito impensable hasta hace poco.

La buena marcha del mercado laboral es uno de los puntos de apoyo del consumo de los hogares que, a pesar del aumento de las presiones inflacionistas, ha mantenido un buen tono a lo largo del 2T. Según el monitor de consumo de CaixaBank Research, en el 2T el gasto con tarjetas de CaixaBank se situó un 13% por encima del mismo trimestre de 2019, frente al 10% registrado en el 1T. Destacan las buenas cifras del gasto en el sector *retail*, y también en ocio, restauración y hostelería.

El turismo, uno de los sectores más castigados durante la crisis, y al que le costó arrancar el vuelo debido a las continuas restricciones a la movilidad internacional, finalmente se ha sumado a la recuperación general de la economía. Durante los últimos meses su dinamismo se ha hecho evidente y está superando las buenas expectativas que nos habíamos fijado. Lo constata la rápida recuperación del gasto con tarjetas extranjeras en los TPV de CaixaBank y también los datos de vuelos internacionales a pesar de las restricciones impuestas en algunos países. Además, el elevado número de búsquedas en Google de términos relacionados con viajar en España sugiere que la recuperación del sector seguirá siendo dinámica los próximos meses.

Todo ello apunta a que en el 2T la tasa de crecimiento del PIB podría ser superior a la que contempla nuestro escenario de previsiones, del 0,4% intertrimestral concretamente. En el 3T, la buena temporada turística muy probablemente hará que el ritmo de crecimiento siga siendo relativamente dinámico. A pesar del creciente pesimismo, las perspectivas más inmediatas son relativamente positivas.

Sin embargo, a medida que ampliamos el horizonte de previsiones, aumentan los interrogantes, y también los temores. Por un lado, parece que los factores que presionan los precios de la energía y los alimentos persistirán durante más tiempo del esperado. Así, la tasa de inflación general se podría mantener alrededor del 8% durante los próximos meses, y probablemente tendremos que esperar hasta finales de año para observar una tendencia decreciente. Además, las presiones inflacionistas que se observan tanto en España como en el conjunto de los países de la eurozona obligarán al BCE a aumentar de forma gradual pero sostenida los tipos de interés en los próximos meses. Todo ello erosionará el crecimiento del consumo y de la inversión. Las exportaciones también acusarán el menor ritmo de avance de nuestros socios comerciales.

Ciertamente, no parece un panorama alentador. Pero cabe resaltar que, a pesar de que todo ello hará que el ritmo de avance probablemente sea inferior al que preveíamos, el nuevo escenario sigue contemplando tasas de crecimiento positivas y bastante dinámicas a corto y medio plazo. El crecimiento previsto para 2022 lo seguimos situando por encima del 4%. Para 2023, la revisión a la baja es sustancial, del 3,8% al 2,4% concretamente, debido a la mayor persistencia de las presiones inflacionistas, y porque es cuando hará mella el endurecimiento de las condiciones financieras. Pero seguimos contemplando un ritmo de avance notable en el conjunto del año gracias, en gran medida, a la resiliencia del mercado laboral, al ahorro acumulado, al despliegue del Programa NGEU y a la consolidación de la expansión del sector turístico.

Para que este escenario se cumpla, es clave que las presiones en los precios de la energía y de los alimentos no vayan a más, y que los efectos de segunda ronda sean contenidos. El primer factor no depende de nosotros, pero el segundo, sí. También es muy importante que el proceso de normalización de las condiciones financieras pueda llevarse a cabo de forma gradual y sin sobresaltos. En gran medida, el escenario depende de factores tan difíciles de prever como la política que implemente China para luchar contra la COVID o la evolución de la guerra en Ucrania. En este sentido, es importante que en los próximos meses se desvanezcan las dudas sobre el suministro de gas desde Rusia, ya que, si no, las perspectivas podrían deteriorarse significativamente. Las vacaciones finalmente ya están a la vuelta de la esquina, pero parece que este verano no podremos desconectar del todo, y además de tomar el sol, o disfrutar de excursiones o visitas culturales, tendremos que dejar una antena puesta en la actualidad política y económica.

**Oriol Aspachs**

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	3,50	3,75
Líbor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	3,75	3,70
Líbor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	4,00	3,65
Deuda pública 2 años	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	3,25	3,00
Deuda pública 10 años	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,50	3,25
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	1,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	1,25	1,75
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,90	1,60
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,94	1,59
Euríbor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	1,07	1,67
Euríbor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	1,27	1,72
Euríbor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	1,48	1,78
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	1,40	1,80
Deuda pública 10 años	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,75	2,20
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,99	2,35
Deuda pública 5 años	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	2,24	2,59
Deuda pública 10 años	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	3,05	3,30
Prima de riesgo	11	171	71	62	73	130	110
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	2,16	2,57
Deuda pública 5 años	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	2,45	2,81
Deuda pública 10 años	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	3,10	3,35
Prima de riesgo	19	334	67	60	65	135	115
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,09	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,85	0,85
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	110,0	94,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	100,7	82,0

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	3,4
<b>Países desarrollados</b>	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,2	1,1
Eurozona	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,9	1,7
Alemania	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,9	1,5	1,6
Francia	2,2	0,9	1,9	-7,9	6,8	2,2	1,4
Italia	1,5	-0,4	0,5	-9,1	6,6	2,7	1,2
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	2,4
Japón	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	1,8	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	3,5	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	6,7	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,1	4,8	1,9	1,8
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	3,1	3,4
Polonia	4,2	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,6	2,6
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,6	4,6
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	6,4	2,9
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,8	3,2
Eurozona	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	7,5	3,4
Alemania	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	7,6	3,5
Francia	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,8	2,9
Italia	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,9	3,1
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,5	2,2
España	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Japón	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	1,7	0,9
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	7,6	3,6
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,4	5,8
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	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	10,5	5,1
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	7,2	4,5
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	62,3	26,4
Polonia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	11,2	7,0

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	1,5	3,1
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,7	3,6
Bienes de equipo	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	12,4	2,5
Construcción	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,4	4,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	2,3	2,6
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	10,9	1,6
Importación de bienes y servicios	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	2,2
<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>2,4</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,6	3,8	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,0	12,6
Índice de precios de consumo	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Costes laborales unitarios	3,0	0,3	3,1	5,0	0,8	2,8	2,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,4	1,2	1,9	1,1	2,2
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	2,1
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,0
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-1,3	5,4	-2,7	6,4	5,1	7,3
Bienes de equipo	3,2	2,7	1,6	-6,2	13,2	-	-
Construcción	-1,5	-3,6	7,7	1,6	4,0	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,2	5,2	2,8
Exportación de bienes y servicios	5,2	3,9	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,1
Importación de bienes y servicios	3,6	2,4	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,7
<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	2,8	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	6,5	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	2,1	2,1
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,6	0,1	-5,8	-2,8	-1,7	-0,7

■ Previsiones



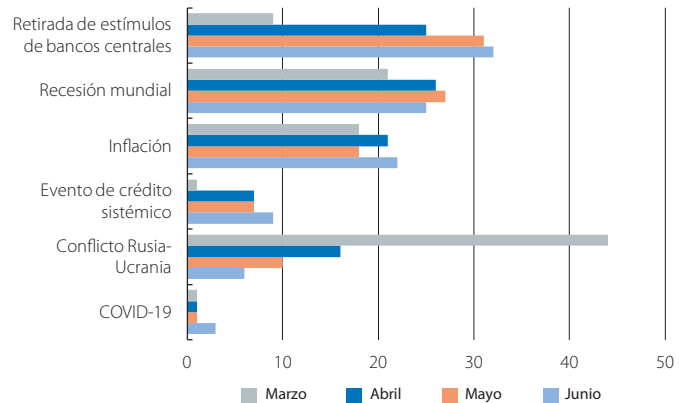
## El temor a la recesión impacta en los mercados financieros

**Incertidumbre y volatilidad, un binomio nocivo para los mercados.** El deterioro del sentimiento de los inversores continuó produciéndose a lo largo del mes de junio y comienzo de julio. El temor a una posible recesión económica, motivada por la dirección de la política monetaria y la persistencia de las presiones inflacionistas, se mantuvo entre los principales aspectos de preocupación de los inversores. El pesimismo fue ganando terreno a medida que el tono decepcionante de algunos datos macroeconómicos en las principales economías avanzadas contrastaba con la determinación de los responsables de sus políticas monetarias en mantener los planes de retirar los estímulos monetarios, relativamente rápida en el caso de la Fed. Aspectos como la recuperación de la actividad en China, tras el severo confinamiento de varias regiones en abril y mayo, apenas impidieron que el avance de la narrativa de recesión económica se trasladara a los mercados financieros y se materializara en un nuevo episodio de aversión al riesgo. De este modo, los mercados financieros globales concluyeron el 2T registrando su peor comportamiento desde marzo de 2020.

**La Fed se muestra firme en su batalla frente a la inflación.** En su reunión de junio, la autoridad monetaria decidió subir los tipos de interés 75 p. b. hasta el intervalo del 1,50%-1,75%, el ajuste de mayor cuantía desde 1994. Aunque en el periodo entre reuniones varios miembros de la Fed habían expuesto la intención de subirlos 50 p. b., el alza del IPC en mayo (8,6% interanual) y el aumento de las expectativas inflacionistas justificó el mayor incremento de la tasa de los *fed funds*. A la vista del *dot plot*, los miembros considerarían apropiados incrementos similares para las próximas reuniones, con el objetivo de situar el tipo oficial por encima del 3% a finales de 2022 y sobre el 4% en 2023. Sin embargo, en las semanas posteriores, la defensa de Jerome Powell ante el Congreso estadounidense de la necesidad de seguir endureciendo las condiciones financieras para aplacar la inflación, a pesar de la debilidad percibida en algunos indicadores económicos, alimentó el miedo de los inversores a una recesión económica durante los próximos meses. Este giro en las expectativas supuso el descenso de la rentabilidad del bono a 10 años por debajo del 3% y la reducción de la pendiente de la curva de los *treasuries*.

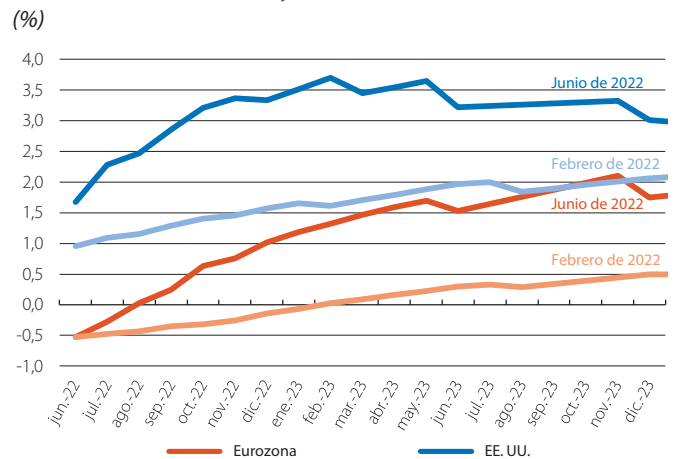
**El BCE se une al proceso de normalización monetaria, pero a otro ritmo.** En su reunión de junio, aunque no modificó los tipos de interés, el BCE adoptó varios cambios en las herramientas de política monetaria. De una parte, clarificó el *forward guidance* para los próximos meses. Se comprometió a subir los tipos en 25 p. b. en la reunión de julio, y posiblemente otros 25 p. b. en septiembre si las perspectivas sobre la inflación a medio plazo se mantenían elevadas, así como a anticipar una senda gradual pero sostenida de aumentos de los tipos en los próximos trimestres. De otra, la entidad confirmó el cese de las compras netas del APP a partir del 1 de julio, lo más pronto que permitía la comunicación expresada en reuniones anteriores. El

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



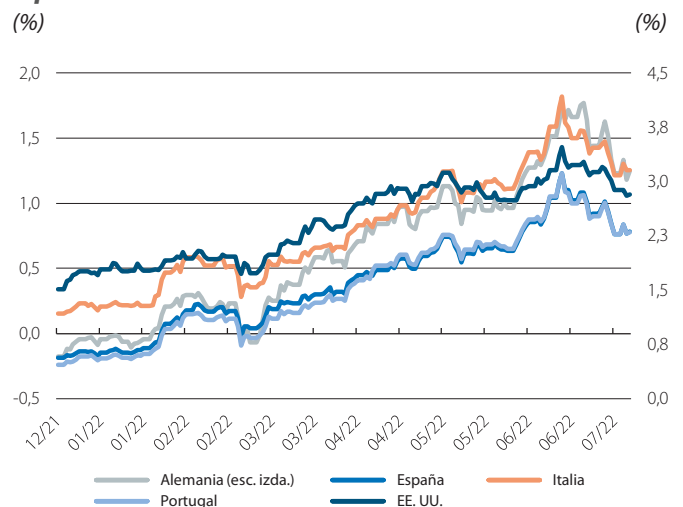
**Nota:** Encuesta realizada entre 288 gestores de activos en diferentes países en las primeras semanas del mes de referencia.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Bank of America Global Fund Manager Survey.

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



**Nota:** Forwards sobre el EFR 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.

### Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



**Notas:** EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha. Datos a 6 de julio de 2022.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

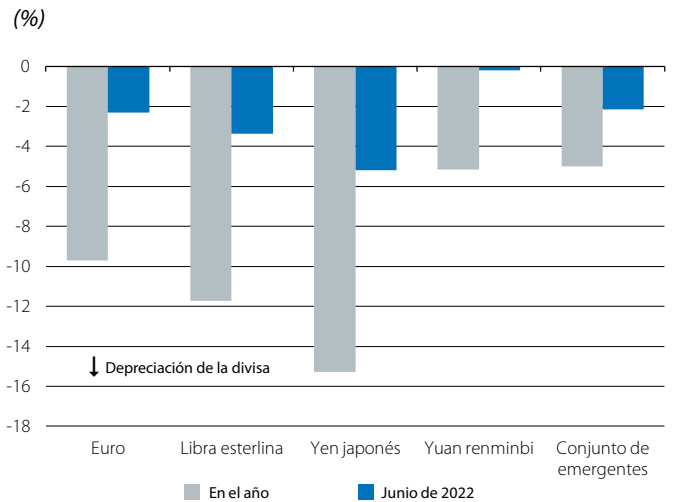
tono *hawkish* de Christine Lagarde y la falta de detalles sobre posibles herramientas para evitar la fragmentación financiera de la eurozona incitaron el repunte de la rentabilidad de los bonos soberanos de la región, y en especial la de los países de la periferia. Ante la notable ampliación de las primas de riesgo de estos países, la autoridad monetaria se reunió de urgencia con el fin de abordar el planteamiento de una herramienta «anti-fragmentación» para salvaguardar la estabilidad financiera. Los inversores recibieron favorablemente el seguimiento del BCE y los diferenciales de la deuda se estrecharon, a pesar de no disponer de más detalles por parte de la entidad y bajo el incipiente deterioro de las expectativas de crecimiento de la eurozona.

**El miedo a la recesión hunde el euro a mínimos de 20 años.** El incremento de las restricciones en los flujos de gas natural ruso hacia Europa, en las últimas semanas de junio, aceleraron los temores de los inversores sobre el riesgo de recesión económica en la eurozona. Este aspecto, la debilidad observada en las encuestas de actividad de la región y el distinto ritmo de la normalización monetaria entre la eurozona y EE. UU. favorecieron la depreciación del euro frente al dólar hasta el nivel de los 1,02 dólares el 6 de julio, rango más bajo desde 2002. Asimismo, el perfil del dólar como activo refugio acrecentó su fortaleza respecto al resto de divisas del G-10 y de emergentes.

**Los precios energéticos siguen en el punto de mira.** El riesgo a la recesión y la incertidumbre vinculada a la evolución de la guerra en Ucrania siguieron dominando sobre la evolución de los precios del petróleo y el gas natural europeo. La preocupación de los inversores sobre el impacto de la recesión económica en la demanda mundial de petróleo se impuso sobre las tensiones existentes por el lado de la oferta (protagonizadas por los límites a la producción de la OPEP y las sanciones de Occidente sobre el crudo ruso), y favorecieron el descenso de precio del barril de Brent hasta los 100 dólares, el 6 de julio. Sin embargo, en el caso del gas natural la reducción al 40% del flujo de gas ruso hacia Alemania, en la temporada de acumulación de inventarios, y las dudas sobre el futuro de su evolución de cara al invierno impulsaron el precio del gas natural TTF más de un 100% entre el 14 de junio y el 6 de julio.

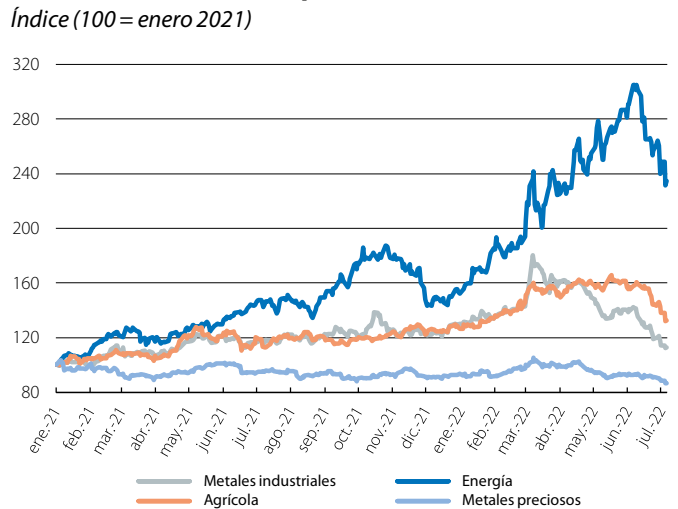
**La aversión al riesgo lastra significativamente las bolsas.** El escenario de incertidumbre y volatilidad repercutió negativamente sobre los principales índices bursátiles, que en el caso del S&P 500 registró el peor semestre desde 1970, acumulando un descenso del 20% desde comienzos de año hasta el 6 de julio. La rotación de las carteras hacia valores más defensivos tampoco evitó que el EuroStoxx 50 concluyera el mes de junio con un saldo negativo cercano al 9%. El debilitamiento de los indicadores económicos, la retórica *hawkish* de los bancos centrales y la persistencia de los precios de las materias primas en niveles altos dieron pie a que muchas empresas cotizadas comenzaran a advertir del posible empeoramiento de sus márgenes en los próximos trimestres. De hecho, el consenso de analistas ha comenzado a ajustar a la baja sus previsiones de beneficios para los próximos trimestres, aspecto que también pesará sobre el ánimo inversor.

**Divisas frente al dólar**



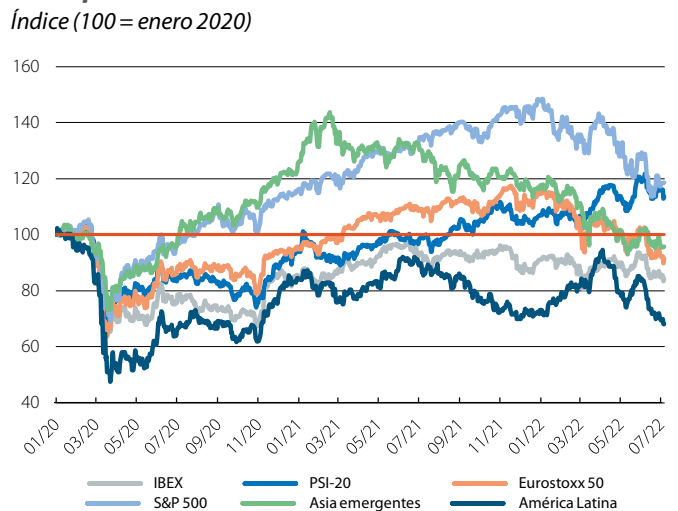
**Nota:** Los datos en el año comprenden hasta el 5 de julio de 2022.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precios de las materias primas**



**Nota:** Datos a 6 de julio de 2022.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Principales bolsas internacionales**



**Nota:** Datos a 6 de julio de 2022.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Preguntas y respuestas sobre el euríbor

El BCE ha respondido a la intensificación de las presiones inflacionistas en la eurozona con un plan de retirada progresiva de los estímulos monetarios: en primer lugar, a través del cese de las compras netas de activos a inicios de julio y, en segundo lugar, mediante subidas graduales de los tipos de interés oficiales, con vistas a finalizar el periodo de tipos negativos en el 3T 2022.

Los mercados financieros han reaccionado a las medidas del BCE con un tensionamiento de las condiciones financieras de la región. En este artículo nos centraremos en los mercados interbancarios y en su indicador de referencia, el euríbor, que, en su plazo a 12 meses (12M en adelante), ha repuntado desde el -0,50% a finales de 2021 hasta superar el 1,0% en la segunda quincena de junio, su máximo desde inicios de 2014. A continuación, daremos respuesta a las siguientes preguntas: ¿por qué ha subido el euríbor?, ¿qué podemos esperar en los próximos meses? y ¿qué impacto tiene la subida para la economía?, entre otras.

### ¿Qué es el euríbor?

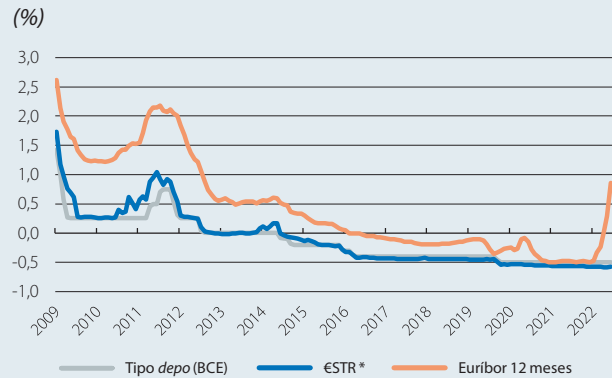
El euríbor es el tipo europeo de oferta interbancaria (Euro InterBank Offered Rate, en inglés), es decir, el tipo de interés al cual los bancos se prestan dinero entre sí a distintos vencimientos (una semana, un mes, tres meses, seis meses y un año).<sup>1</sup> Para calcular el euríbor, los bancos panelistas (18 en la actualidad) reportan cada día al European Money Market Institute (EMMI) el tipo al cual se han producido estos préstamos y para cada uno de los vencimientos se calcula el promedio, sin las observaciones más extremas. Para las operaciones a un día, el tipo de referencia se conoce como €STR, calculado por el BCE con una metodología similar a la que el EMMI utiliza para los distintos euríbor.

### ¿Qué relación tiene el euríbor 12M con el BCE?

El BCE no fija el euríbor, pero sus decisiones lo determinan. Podríamos decir que el euríbor 12M de hoy refleja en cierto modo el promedio al que se espera que estén los tipos a más corto plazo, por ejemplo el €STR, que es el tipo a un día, durante los próximos 12 meses, más una prima.<sup>2</sup> El €STR, a su vez, está estrechamente ligado al tipo de interés sobre la facilidad de depósito (*depo*), fijado por el BCE, de tal modo que cuando el *depo* aumenta (o disminuye) también lo hace el €STR, más o menos en la misma magnitud. Así, el euríbor 12M depende de lo que los mer-

1. Son préstamos *unsecured*, lo que significa que no existe un colateral para garantizar la devolución del principal y los intereses a su vencimiento.  
2. Esta prima refleja diversos elementos, como el riesgo de contrapartida esperado, el nivel de liquidez del sistema financiero o la incertidumbre sobre la política monetaria, entre otros factores.

### Eurozona: tipo de interés sobre la facilidad de depósitos y tipos interbancarios a distintos plazos



Notas: \* El €STR existe desde octubre de 2019, para los periodos anteriores utilizamos la definición actual del EONIA (EONIA = €STR + 0,085 p. p.). Los datos corresponden al promedio mensual de observaciones diarias.

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

cados financieros esperan que ocurra con los tipos de interés oficiales del BCE.

Además de afectar al euríbor a través de las expectativas sobre el *depo*, el BCE también influye a la hora de determinar la prima temporal. Por ejemplo, las operaciones de financiamiento a plazo por parte del BCE, como las TLTRO, han aumentado la liquidez de los mercados interbancarios, lo que, a su vez, ha tendido a reducir la prima temporal y, en consecuencia, el euríbor.

### ¿Por qué ha repuntado el euríbor en 2022?

El aumento del euríbor 12M desde inicios de año se ha producido por un notable cambio en las expectativas de mercados acerca de cómo actuará el BCE frente a las elevadas y muy persistentes tasas de inflación en la eurozona (en el 8,6% en junio). De este modo, los implícitos en los mercados monetarios sobre el €STR, que se pueden interpretar como la evolución que los mercados financieros esperan para el *depo*, han aumentado de forma sustancial en 2022 (véase el segundo gráfico). En otras palabras, mientras que a mediados de enero dichos implícitos ubicaban la primera subida de tipos del BCE en febrero de 2023, a finales de junio la ubicaban en este mismo julio y esperaban subidas por valor de 1,25 p. p. antes de finales de 2022. De hecho, dichos implícitos han mostrado una volatilidad inusual en las últimas semanas.

### ¿Continuará la tendencia ascendente del euríbor en los próximos meses?

En la medida en que se cumplan las expectativas de los inversores sobre el BCE, el euríbor 12M seguirá aumentando. De hecho, en nuestro escenario central, prevemos que

el euríbor 12M repunte hasta el 1,8% a finales de 2023, algo por debajo de lo que esperan los mercados financieros (en el 2,0% a finales de 2023, según los implícitos de finales de junio). Esta diferencia se debe, principalmente, al número de subidas de tipos que anticipamos frente a las que cotizan actualmente los mercados. Mientras que en CaixaBank Research estimamos que el BCE subirá el tipo sobre la facilidad de depósito hasta el 1,25% a finales de 2023, los mercados esperan que este se ubique, al menos, en el 1,5%.

Sin embargo, en caso de que estas expectativas no se acabaran cumpliendo y, por ejemplo, el BCE subiera los tipos de interés de forma más agresiva, el euríbor 12M podría situarse por encima de lo que se cotiza actualmente. Del mismo modo, en caso de que la normalización de los tipos de interés oficiales se viese truncada por una desaceleración pronunciada de la actividad económica con efectos desinflacionistas, la escalada del euríbor 12M sería más moderada.

### ¿Qué importancia tiene el euríbor en el día a día de hogares y empresas?

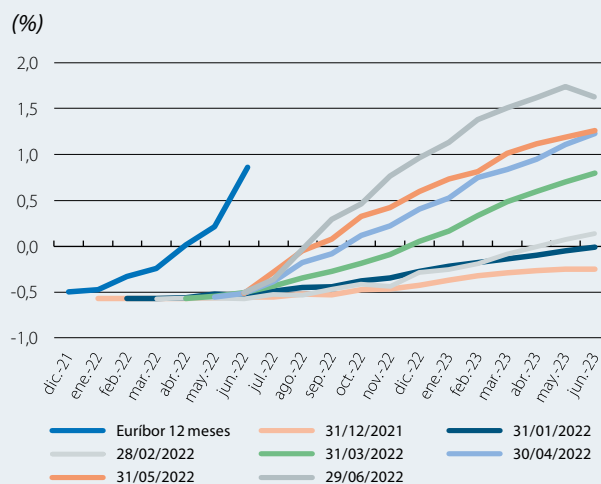
La importancia del euríbor se debe a su papel como índice de referencia para una gran parte de la deuda privada, tanto de hogares como de empresas. De hecho, el euríbor se usa como referencia en los préstamos hipotecarios, los préstamos sindicados y las emisiones de deuda a tipo variable, entre otros instrumentos financieros.

En el caso de los préstamos hipotecarios, la Asociación Hipotecaria Española estima que aproximadamente 3,7 millones de hipotecas en España (de una cartera viva total de 5,5 millones, es decir, en torno a tres cuartas partes) emplean el euríbor 12M como índice de referencia. Normalmente, al menos una vez al año se revisa el tipo de interés de estos préstamos, de tal manera que el esfuerzo hipotecario de los hogares se verá afectado. En un artículo reciente, realizamos un ejemplo ilustrativo sobre el impacto del aumento del euríbor sobre las cuotas hipotecarias. De este modo, en el caso de un incremento en el euríbor hasta el 1,8%, el esfuerzo hipotecario teórico aumentaría del 33,4% en el 4T 2021 hasta alrededor del 38% en el 4T 2023.<sup>3</sup>

Ricard Murillo Gili y Antonio Montilla

3. El esfuerzo hipotecario es el porcentaje de la renta mediana del hogar destinado al pago de las cuotas hipotecarias en el primer año tras la adquisición de una vivienda típica financiada con un préstamo estándar por el 80% del valor de la vivienda. Véase «¿Cuánto puede durar la tendencia alcista del sector inmobiliario?» en el Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2022.

### Euríbor a 12 meses observado e implícitos sobre el €STR



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

**Tipos de interés (%)**

	30-junio	31-mayo	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	-0,20	-0,34	14	37,7	35,1
Euríbor 12 meses	1,04	0,39	65	153,8	152,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,41	0,05	36	105,3	103,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,65	0,50	15	126,9	132,0
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,34	1,12	21	151,3	157,1
Deuda pública a 10 años (España)	2,42	2,23	20	185,8	205,3
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,42	2,26	16	195,0	206,8
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	1,75	1,00	75	150,0	150,0
Líbor 3 meses	2,29	1,61	67	207,6	214,7
Líbor 12 meses	3,62	2,74	88	303,6	337,5
Deuda pública a 1 año	2,74	2,05	69	236,6	268,4
Deuda pública a 2 años	2,95	2,56	40	222,1	272,0
Deuda pública a 10 años	3,01	2,84	17	150,3	158,9

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

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2022 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	119	88	31	71,2	73,1
Itraxx Financiero Sénior	128	97	31	73,6	75,1
Itraxx Financiero Subordinado	245	184	61	137,4	145,8

**Tipos de cambio**

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,048	1,073	-2,3	-7,8	-11,6
EUR/JPY (yenes por euro)	142,260	138,110	3,0	8,7	8,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,852	1,1	2,3	0,3
USD/JPY (yenes por dólar)	135,720	128,670	5,5	17,9	22,2

**Materias primas**

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	596,7	629,5	-5,2	3,2	7,6
Brent (\$/barril)	114,8	122,8	-6,5	47,6	52,8
Oro (\$/onza)	1.807,3	1.837,4	-1,6	-1,2	1,1

**Renta variable**

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2022 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	3.785,4	4.132,2	-8,4	-20,6	-13,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.454,9	3.789,2	-8,8	-19,6	-15,4
Ibex 35 (España)	8.098,7	8.851,5	-8,5	-7,1	-9,1
PSI 20 (Portugal)	6.044,6	6.257,5	-3,4	8,5	17,4
Nikkei 225 (Japón)	26.393,0	27.279,8	-3,3	-8,3	-8,3
MSCI emergentes	1.000,7	1.077,7	-7,1	-18,8	-26,2

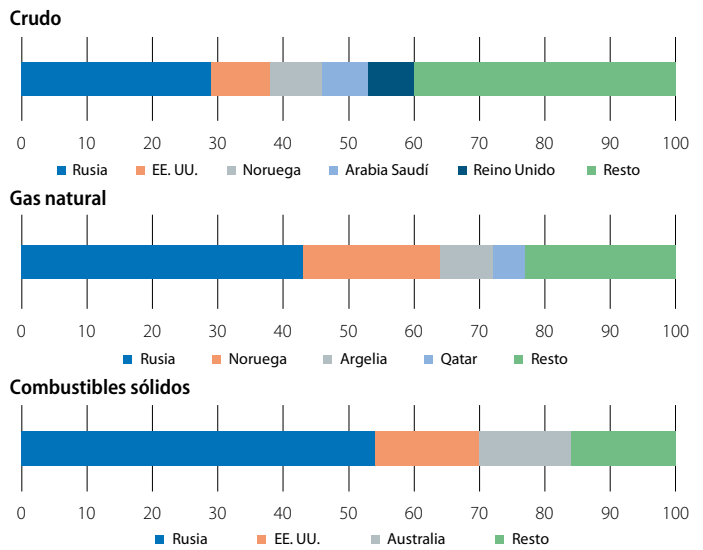
## Se avecina un otoño tormentoso

La guerra en Ucrania sigue condicionando el escenario internacional, no solo por el aumento de incertidumbre, sino por las consecuencias de convertir en «armas de guerra» el crudo y el gas. De hecho, las potencias occidentales buscan limitar las exportaciones rusas de energía para menguar los recursos del país eslavo, al tiempo que la UE busca alternativas para reducir su dependencia energética rusa. Rusia, por su parte, responde buscando mercados alternativos para su crudo (India y China, principalmente), mientras que recorta sus exportaciones de gas a Europa. Estas dinámicas introducen una elevada volatilidad en los mercados de energía e incertidumbre en los escenarios económicos mientras disparan los precios del gas y del crudo, que acumulan en el año hasta comienzos de julio una subida superior al 130% y al 45%, respectivamente.

La economía global se encuentra en uno de los momentos más complicados de los últimos 40 años. Los bancos centrales se enfrentan al difícil reto de controlar una inflación en máximos, tratando de llevar a la economía a un «aterrizaje suave». Sin embargo, la agresividad de las subidas de tipos que se anticipan (sobre todo en las grandes economías desarrolladas) para contener las expectativas de inflación eleva el riesgo de que en 2023 se materialice la tan temida estanflación. Este no es nuestro escenario central todavía, si bien las mayores expectativas de inflación y de tipos de interés están provocando una revisión generalizada de los escenarios. En nuestro caso, elevamos nuestras expectativas de inflación en todos los países y regiones tanto en 2022 como en 2023, mientras que recortamos sustancialmente la previsión de crecimiento para EE. UU. y la eurozona el próximo año, lo que reduciría en 0,7 p. p. el crecimiento esperado para el conjunto de los desarrollados en 2023, hasta el 1,6%. Por su parte, la previsión para el conjunto de los emergentes en 2023 se mantiene sin cambios en el 4,7% publicado en junio. De hecho, el mayor crecimiento esperado para los exportadores de energía y productos agrícolas, gracias al fuerte encarecimiento que acumulan estos productos, compensará el deterioro de los importadores netos, a la par que mantenemos sin cambios en el 5,2% la previsión de crecimiento de China el próximo año. En consecuencia, seguimos anticipando un crecimiento mundial del 3,2% en 2022, mientras que revisamos a la baja en 0,3 p. p., hasta el 3,4%, la estimación para 2023.

En EE. UU., los indicadores apuntan a cierta mejora de la actividad en el 2T, aunque los riesgos siguen siendo elevados. Después de un inicio de año decepcionante (-0,4% intertrimestral en el 1T), vemos factible que la economía crezca a ritmos en torno al 0,5% en el 2T. El consumo seguirá mostrando un notable dinamismo, sostenido por un mercado de trabajo robusto (la tasa de paro está en mínimos en el 3,6%) y por el uso del ahorro acumulado por las familias en los meses previos (la tasa de ahorro cayó hasta el 5,4% en mayo, frente al 8,0% en el 4T 2021) (véase el Focus «[EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?](#)» en este mismo informe). Sin

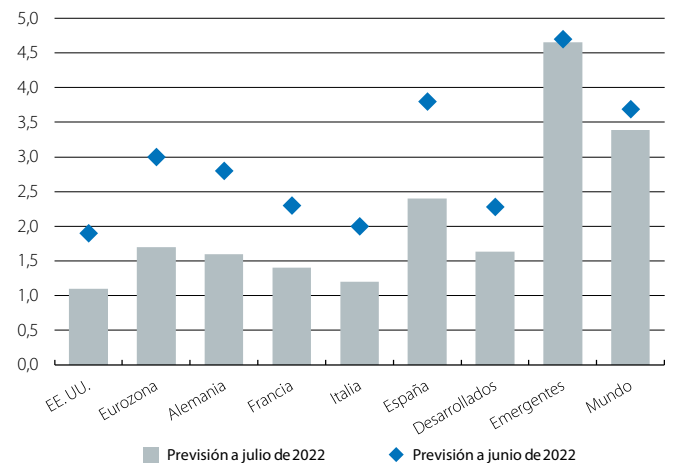
### UE: principales proveedores de energía (% del total en cada tipo de producto)



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

### Global: PIB 2023

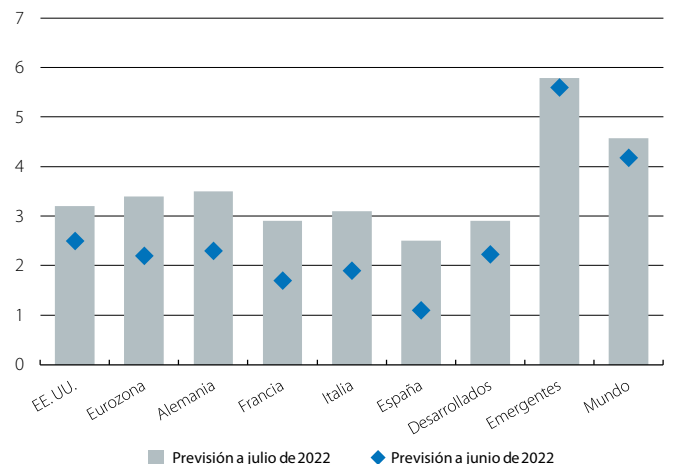
Variación anual (%)



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

### Global: inflación 2023

(%)



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

embargo, el decepcionante comportamiento de los principales indicadores de confianza en junio enfría las expectativas para el final de este año. Buena parte de este menor optimismo responde a los temores que alimenta el continuo aumento de costes y la elevada inflación (en mayo, la general un 8,6% y la subyacente en el 6,0%) así como el intenso endurecimiento de las condiciones financieras propiciado por la Fed.

De hecho, revisamos al alza las previsiones para la inflación general en el promedio de 2022 (+0,8 p. p., hasta el 7,8%) y en 2023 (+0,7 p. p., hasta el 3,2%), lo que ha ido acompañado de un nuevo ajuste al alza en los tipos de interés. Además, la Fed ha reiterado su compromiso con el control de la inflación, aunque eso eleve el riesgo de recesión, algo que empiezan a descontar los mercados financieros. En este contexto, volvemos a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento: -0,2 p. p., hasta el 2,2% en 2022, y -0,8 p. p., hasta el 1,1%, en 2023. En el perfil trimestral anticipamos un fuerte enfriamiento de la actividad este invierno.

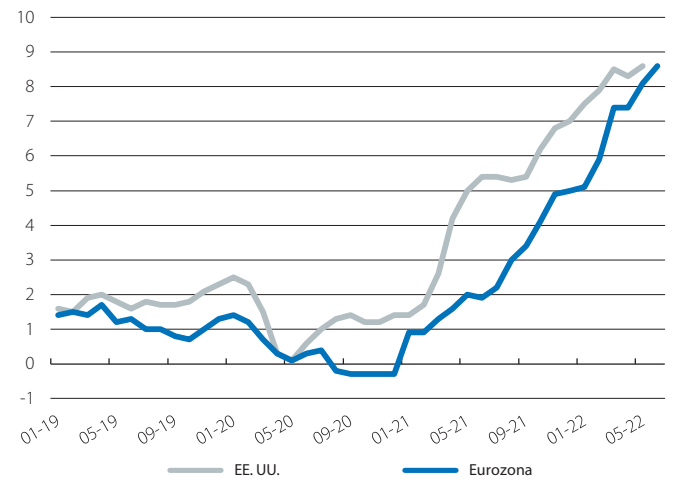
**La eurozona se enfrenta a importantes retos en los próximos meses.** Los principales indicadores de confianza siguen en junio en torno a los bajos niveles a los que cayeron en marzo, tras la invasión de Ucrania. Además, en junio algunas encuestas de opinión empiezan a apuntar a una ralentización del sector servicios que, hasta ahora, presentaba unas buenas perspectivas gracias al levantamiento de las restricciones por COVID y a la posibilidad del primer verano «normal» desde el estallido de la pandemia. En este sentido, también preocupa el encarecimiento de los servicios, alertando de que la inflación se está trasladando de bienes al resto de componentes de la cesta: en junio, la inflación general alcanzó un 8,6% y la subyacente un 3,7%. De este modo, revisamos al alza nuestra previsión de inflación general: 0,7 p. p. hasta el 7,5% en el promedio de 2022 y 1,2 p. p., hasta el 3,4% en 2023.

Este cóctel de elevada inflación con mayores tipos de interés explica la revisión a la baja de 1,3 p. p. del crecimiento previsto para la eurozona en 2023, hasta el 1,7%, tras un 2,9% previsto este año. Por el momento, confiamos en que la eurozona evite la recesión gracias al dinamismo del mercado de trabajo, al ahorro acumulado durante la pandemia y a las medidas fiscales nacionales implementadas para compensar el aumento de inflación, si bien prácticamente se estancaría en el 4T 2022 y en el 1T 2023. Sin embargo, los riesgos se concentran claramente a la baja, sobre todo si tenemos en cuenta la posibilidad, nada desdeñable, de que Rusia corte el suministro de gas a la región.

**Los países de la UE están acelerando el proceso de acumulación de inventarios de gas** para tratar de cumplir con el objetivo de alcanzar el 90% de la capacidad máxima de almacenaje en noviembre (inferior al 60% a comienzos de julio). Alemania es una de las grandes afectadas por estos cortes, ya que el gas ruso representa más del 60% de su consumo total. Esto explica que el Gobierno alemán haya activado ya el segundo de los tres niveles de su plan nacional de emergencia energético e insta a la población a reducir su consumo de energía.

**EE. UU. y eurozona: IPC**

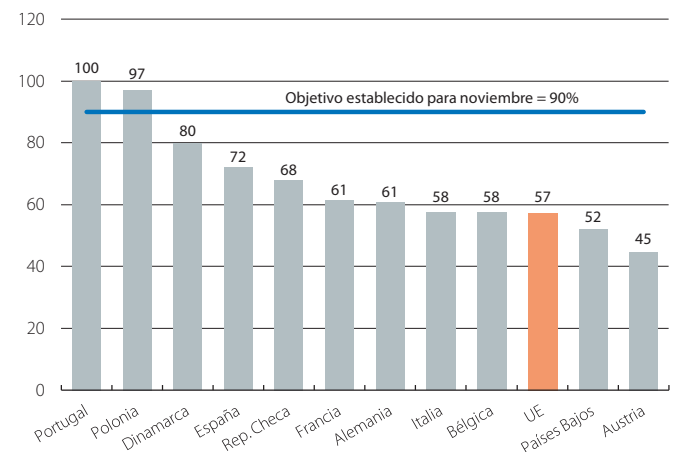
Variación interanual (%)



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

**UE: almacenamiento de gas \***

(% de la capacidad total)

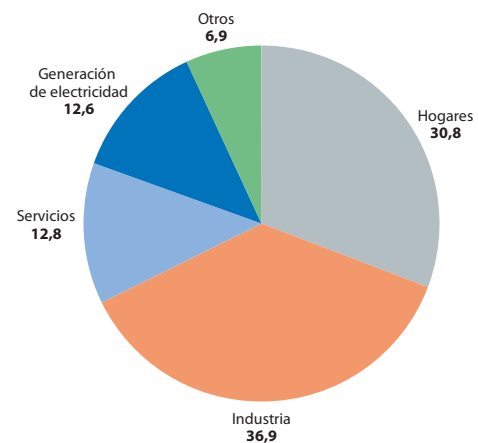


Nota: \* Datos a 27 de junio de 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aggregated Gas Storage Inventory.

**Alemania: consumo de gas por sectores**

(% del total de gas importado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ECONtribute. Policy Brief n.º 028.

## EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?

La fuerte caída en el consumo estadounidense, especialmente en los meses de elevadas restricciones a la movilidad, junto a la solidez mostrada por la renta de los ciudadanos, gracias a las contundentes rondas de estímulo fiscal en 2020 y principios de 2021, comportó un aumento sin precedentes de la tasa de ahorro de los hogares: desde niveles en torno al 8% antes de la pandemia a máximos por encima del 30% en la primavera de 2020 (véase el primer gráfico).

Aunque en la actualidad la tasa de ahorro se sitúa muy por debajo de los niveles prepandemia (5,4% en mayo), lo cierto es que el ahorro acumulado durante 2020 y 2021 puede seguir favoreciendo el consumo en lo que queda de 2022 y en 2023. Pero ¿de cuánto estamos hablando?

### Exceso de ahorro: ¿acumulado? ¿gastado?

El primer paso consiste en estimar lo que se ha venido refiriendo como el «exceso de ahorro». Recordemos que el ahorro es una variable flujo y se define como la diferencia entre la renta bruta disponible de los hogares y su gasto total (consumo privado y pagos en servicio de la deuda y otras transferencias). Para estimar el ahorro acumulado, calculamos la diferencia entre los niveles de renta disponible y gasto observados con los que hubiesen ocurrido en ausencia de la pandemia, es decir, los niveles contrafactuales de haberse mantenido el ritmo de crecimiento promedio observado en los cinco años antes de la pandemia (véase el segundo gráfico).

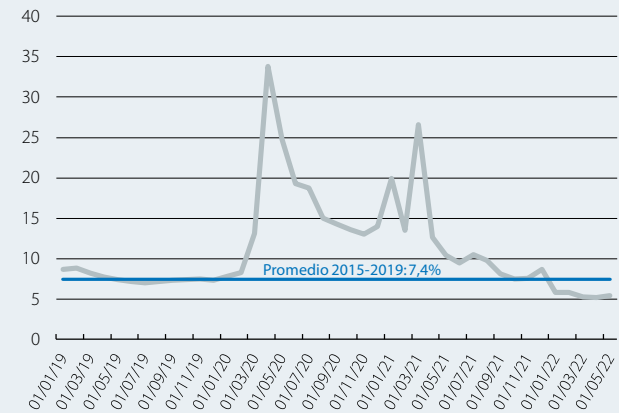
Esta cuantificación nos muestra que las familias acumularon aproximadamente 2,5 billones de dólares en exceso de ahorro entre el 1T 2020 y el 3T 2021 (un 12% del PIB). Se trata de una cantidad muy abultada, y claramente superior a la ocurrida en otras economías avanzadas, donde también se desplegaron importantes ayudas públicas (aunque menos generosas que las estadounidenses) para mitigar los efectos adversos de la pandemia en los hogares. Así, por ejemplo, en el conjunto de la eurozona dicho ahorro se estima en algo más de 0,8 billones de euros (un 7% del PIB) y en el caso de España estaríamos hablando de unos 85.000 millones de euros (también en torno al 7% del PIB).<sup>1</sup>

Los hogares estadounidenses, no obstante, ya han empleado parte de este exceso de ahorro para financiar un mayor consumo desde el inicio de 2022, como respuesta al aumento de la inflación. En concreto, según nuestras estimaciones estaríamos hablando de unos 100.000 millones de dólares, es decir, poco menos del 5% de lo acumulado previamente. De mantenerse esta tendencia de los últimos meses, los hogares tardarían entre cuatro y cinco

1. Las cifras pueden variar ligeramente según la metodología usada. Así, por ejemplo, para el caso español esta cifra oscila entre los 70.000 millones de euros y los 85.000 millones que comentamos.

### EE. UU.: tasa de ahorro de las familias

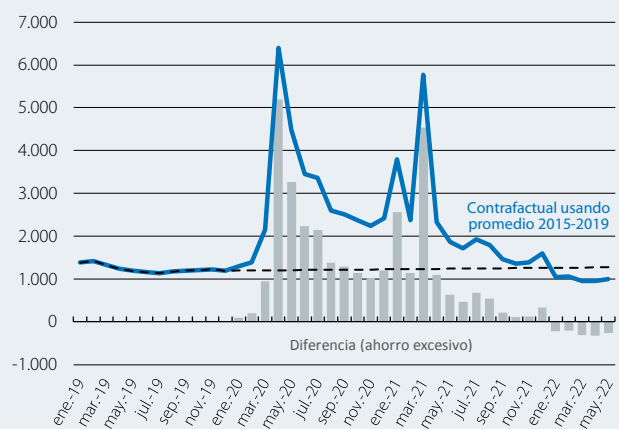
(% de la renta bruta disponible)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

### EE. UU.: nivel de ahorro de las familias

(Miles de millones de dólares) \*



Nota: \* Cifras mensuales expresadas en términos anualizados.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

años en gastar la totalidad del ahorro acumulado en exceso, lo que para 2022 y 2023 implicaría un total de 500.000 millones anuales (sobre el 2,4% del PIB).

### ¿Cuánto podrían seguir gastando los hogares en los próximos trimestres?

No obstante, la relación entre el consumo y el exceso de ahorro acumulado no es constante ni directamente proporcional. Distintos elementos influyen en dicha relación, por lo que es necesario analizarlos para dar respuesta a la pregunta de cuánto apoyo realmente podría significar la bolsa de ahorro acumulada en el consumo en los próximos trimestres.

El primer elemento a tener en cuenta es cómo las familias han distribuido este ahorro acumulado entre los diversos activos disponibles, puesto que los diferentes grados de



liquidez de los activos apuntan a una capacidad distinta de consumo a corto plazo. En este sentido, aunque los flujos hacia acciones y fondos de inversión, así como la contratación de nuevas hipotecas, se situaron por encima de sus respectivos promedios históricos más recientes, lo cierto es que el grueso del exceso de ahorro se destinó a depósitos y efectivo –activos muy líquidos– (véase el tercer gráfico). Se trata de una distribución que debería favorecer una elevada disposición a ser gastado. Sin embargo, ello no parece estar ocurriendo.

Un segundo aspecto a analizar es la distribución del exceso de ahorro entre los hogares según su nivel de riqueza, puesto que las familias con rentas bajas tienen una elevada propensión marginal al consumo, y lo contrario ocurre con los hogares de rentas elevadas.<sup>2</sup> Así pues, llegados a este punto, sería necesario estimar la distribución actual del exceso de ahorro y de las propensiones marginales a consumir según la renta de los hogares, en ambos casos.

En cuanto a la distribución, distintos estudios muestran que los hogares estadounidenses con las rentas más altas (en el percentil top 20%)<sup>3</sup> podrían haber acaparado entre un 40% y un 65% de este exceso de ahorro. De tal modo que, dada su menor propensión marginal a consumir, significaría un menor empuje al consumo que si la distribución hubiese sido más proporcional entre todos los hogares. En referencia a las propensiones a consumir, los distintos estudios arrojan cifras muy variadas. Así, mientras un análisis de la Reserva Federal de Boston de 2019 las estimaba en [0,218; 0,166; 0,002; 0,002; 0,015], de menor percentil de renta a mayor; otro de Penn Wharton realizado en 2021 los situaba en un rango muy superior al considerar las particularidades que rodean al momento de pandemia actual: [0,55; 0,40; 0,22; 0,13; 0,12].

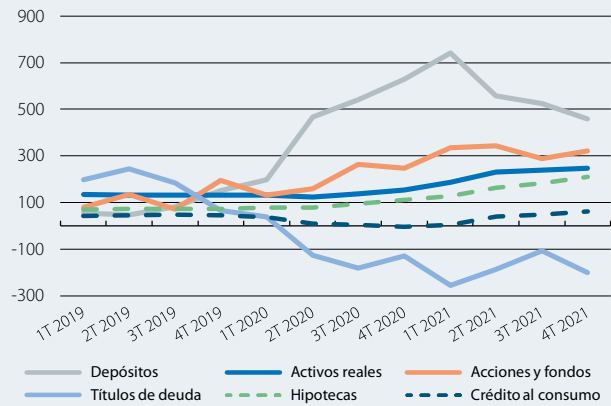
Si consideramos estas últimas propensiones, al estar más alineadas con la situación actual, y una distribución del ahorro en línea con la mencionada anteriormente, estimamos que los hogares podrían llegar a gastar cerca de 525.000 millones de dólares (en términos nominales), es decir, un 20% del total del ahorro acumulado extra. En este sentido, y teniendo en cuenta que ya llevan gastados 100.000 millones, quedarían todavía 425.000 millones de empuje en los próximos trimestres (sobre el 1,8% en términos de PIB).

Con todo, se trata de una cifra que nuevamente se debe matizar de la mano de un tercer elemento, y es la confianza. La disposición de los hogares a hacer uso de los ahorros acumulados dependerá, también, de las expectativas que tengan acerca de su situación económica y financiera futura. En este sentido, y según la encuesta de la Universidad de Michigan, las perspectivas económicas de los con-

2. Ello significa que el incremento del consumo por cada incremento de renta disponible es mayor en los hogares con menores ingresos.  
3. Percentil de 80 al 100.

**EE. UU.: entradas netas en activos y pasivos de las familias**

(Miles de millones de dólares) \*



Notas: \* Media móvil de cuatro trimestres. «Depósitos» incluye efectivo y cuentas a la vista y de ahorros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Board of Governors of the Federal Reserve System (Flow of Funds).

sumidores se deterioraron en junio hasta niveles mínimos desde 1980, lo que podría apuntar a una mayor precaución para tirar de este colchón financiero, al menos, a corto plazo.

**Escenario de soft(ish)-landing**

En balance, y de acuerdo con nuestro análisis, el ahorro embalsado podría representar un consumo extra en torno a los 400.000 millones de dólares (en términos reales) en el próximo año y medio, partiendo de un total de ahorro acumulado del 12% del PIB a lo largo de la pandemia. Juntamente con el buen momento en el mercado laboral, este factor de apoyo (que representa en torno a un 1,5% del PIB) permitirá, en nuestra opinión, que los hogares estadounidenses puedan sortear, en gran medida, los efectos negativos de la elevada inflación y el fuerte tensionamiento que está comportando la rápida retirada de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal.

Dicho esto, la existencia de este colchón de ahorro no significa que la economía estadounidense no pueda experimentar un proceso de fuerte ralentización. De hecho, es de esperar que el tensionamiento en las condiciones financieras y la caída en los índices bursátiles (20% en lo que va de año) incida negativamente en el consumo en los próximos trimestres.<sup>4</sup> Sin embargo, el colchón acumulado junto a la recuperación del mercado laboral y una situación financiera de los hogares robusta deberían servir para evitar un enfriamiento profundo y duradero de la actividad económica.

*Clàudia Canals y Antonio Montilla*

4. La Reserva Federal estima que el efecto riqueza de cada dólar de pérdida en el patrimonio resulta en una disminución en el gasto privado de 3,5 a 5 centavos. Véase <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200121/200121pap.pdf>.

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	04/22	05/22	06/22
<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	27,5	14,3	16,2	11,2	7,6	7,9	...
Confianza del consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	108,6	103,2	98,7
Producción industrial	-7,2	4,9	13,7	4,9	4,5	5,0	6,1	5,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	55,4	56,1	53,0
Viviendas iniciadas (miles)	1.396	1.605	1.591	1.569	1.679	1.720	1.810	1.549	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	228	267	262	274	283	299	312	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	60,0	60,1	59,9
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,5	-3,6	-3,7	-4,0	-4,0	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	8,3	8,6	...
Inflación subyacente	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,2	6,0	...

## JAPÓN

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
<b>Actividad</b>									
PIB real	-4,5	1,7	7,3	1,2	0,4	0,4	-	-	-
Confianza del consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	33,0	34,1	32,1
Producción industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	-3,4	-4,3	...
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	2,5	2,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,0	-1,7	-2,2	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,4	...
Inflación subyacente	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	0,8	...

## CHINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
<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	-11,1	-6,7	...
Producción industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	-2,9	0,7	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	47,4	49,6	50,2
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	524	680	604	636	680	732	742	777	...
Exportaciones	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	3,8	16,8	...
Importaciones	-0,6	30,1	44,2	25,4	23,7	10,0	-0,1	4,1	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	2,1	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	6,4	6,7	6,7

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	04/22	05/22	06/22
Ventas al por menor (variación interanual)	-0,8	5,5	12,7	2,5	4,2	5,2	4,0	0,2	...
Producción industrial (variación interanual)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	-0,1	-2,0	...	...
Confianza del consumidor	-14,2	-7,4	-5,6	-4,2	-7,6	-13,6	-22,1	-21,2	-23,6
Sentimiento económico	88,3	110,8	111,0	117,3	115,6	111,2	104,9	105,0	104,0
PMI manufacturas	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	55,5	54,6	52,1
PMI servicios	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	57,7	56,1	53,0
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	-1,5	1,2	2,1	2,1	2,1	...	-	...	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	8,0	7,7	8,1	7,5	7,1	6,8	6,7	6,6	...
Alemania (% pobl. activa)	3,7	3,6	3,7	3,5	3,3	3,0	2,9	2,8	...
Francia (% pobl. activa)	8,0	7,9	8,2	7,7	7,4	7,3	7,2	7,2	...
Italia (% pobl. activa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	8,5	8,3	8,1	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	-6,5	5,6	14,7	4,0	4,7	5,4	-	...	-
Alemania (variación interanual)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,8	-	...	-
Francia (variación interanual)	-7,9	7,2	19,2	3,0	4,9	4,5	-	...	-
Italia (variación interanual)	-9,1	7,0	17,5	4,0	6,4	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	04/22	05/22	06/22
General	0,3	2,6	1,8	2,8	4,6	6,1	7,4	8,1	8,6
Subyacente	0,7	1,5	0,9	1,4	2,4	2,7	3,5	3,8	3,7

## 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	04/22	05/22	06/22
<b>Saldo corriente</b>	2,0	2,7	3,3	3,3	2,7	1,9	1,5	...	...
Alemania	7,1	7,4	8,1	7,9	7,4	6,7	6,2	...	...
Francia	-1,8	0,4	-0,6	-0,1	0,4	0,2	0,1	-0,1	...
Italia	3,8	2,4	4,1	3,6	2,4	1,5	1,0	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,6	90,4	90,2	90,3

## 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	04/22	05/22	06/22
<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	5,2	5,8	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,6	4,6	...
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	1,2	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	1,5	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,1	8,1	7,7	...
Otros depósitos a corto plazo	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	0,4	0,3	...
Instrumentos negociables	8,1	11,4	12,2	10,2	9,2	-0,1	1,3	-2,3	...
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.

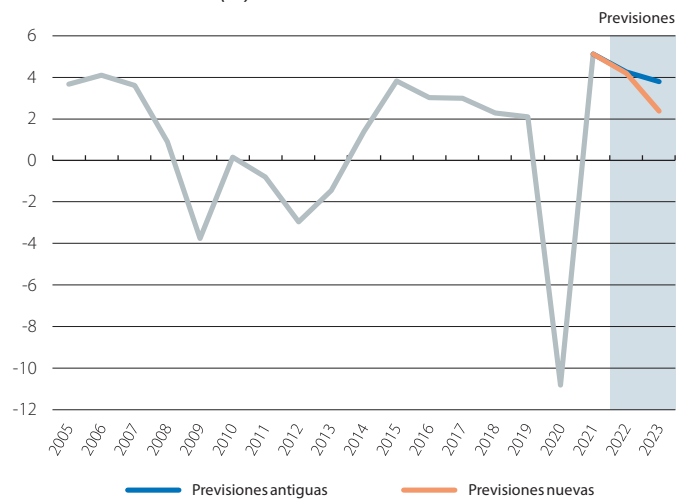
## La economía española mantiene una inercia positiva, pero se ensombrecen las perspectivas de cara a 2023

**Revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento en 2023.** La economía española mantiene un buen ritmo de avance pese al contexto adverso, impulsada por el consumo de los hogares y el turismo, lo que se está plasmando en un buen desempeño del mercado laboral. De todas formas, el *shock* en inflación está siendo más intenso y persistente, tanto por los mayores precios de la energía y materias primas como por los efectos indirectos al resto de la cesta de bienes. Esta persistencia de la inflación en cotas elevadas está llevando a los bancos centrales a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras de lo que preveíamos. En este contexto, en el que además se mantienen numerosas fuentes de incertidumbre en la esfera geopolítica, las perspectivas a medio plazo se han visto ensombrecidas. Así, revisamos a la baja la previsión de crecimiento del PIB para 2023, y al alza las de inflación tanto en 2022 como en 2023. En cuanto al PIB, los dos factores subrayados –mayor persistencia de la inflación y endurecimiento de las condiciones financieras– han llevado a una revisión a la baja del crecimiento en 2023 de 1,4 p. p. hasta el 2,4%, de forma que el PIB recuperaría los niveles prepandemia en la segunda mitad de 2023.

**Revisión al alza de la inflación.** Para el año 2022, esperamos subidas más elevadas en los precios de alimentos, bienes industriales y servicios, empujados por los efectos indirectos de la inflación energética, el auge de la demanda turística y un impacto de los cuellos de botella más persistente. Así, preveemos una inflación del 8,0% para el conjunto del año (+1,2 p. p. respecto al escenario anterior). Esta previsión se ha realizado incorporando el dato de inflación adelantado de junio, del 10,2%, que ha supuesto una sorpresa al alza significativa con respecto a nuestras previsiones anteriores, impulsada por el repunte del precio de los alimentos y de los carburantes. De cara a 2023, la revisión es sustancial y prevemos una inflación media en el año del 2,6% (1,1% anteriormente) debido a una dinámica inflacionista de alimentos y componentes núcleo (servicios y bienes industriales) más persistente.

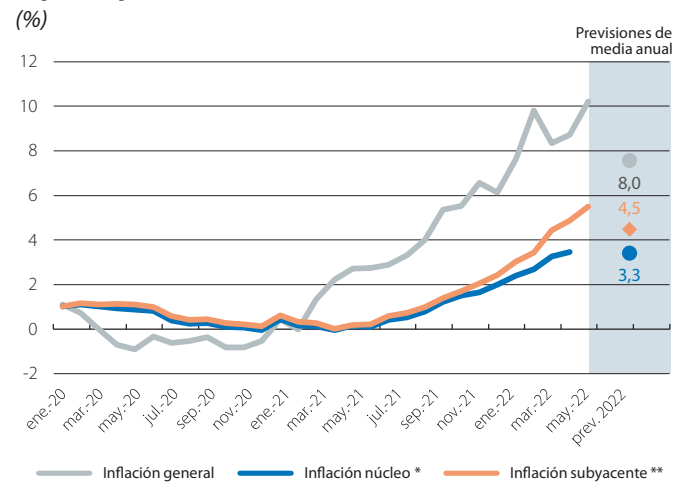
**La economía mantiene el buen tono gracias al turismo y a la resiliencia del mercado laboral, pero los PMI apuntan a una ralentización de la industria y los servicios.** El fin de las restricciones está llevando en volandas al sector turístico. En particular, cabe destacar que, en mayo, el gasto turístico internacional fue de 8.000 millones de euros, tan solo un 1,4% por debajo de mayo de 2019, lo que mejora lo visto el pasado mes de abril (-2,2%) en el que la temporada de Semana Santa ya fue muy positiva. Este dato apunta a una temporada turística dorada en verano, habida cuenta de que 2019 fue un año

**España: PIB real**  
Variación interanual (%)



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

**España: previsiones de inflación**



Notas: \* La inflación núcleo excluye energía y todo tipo de alimentos. \*\* La inflación subyacente excluye energía y alimentos no elaborados. La previsión para 2022 es la media anual.

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

**España: PMI**

Nivel



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

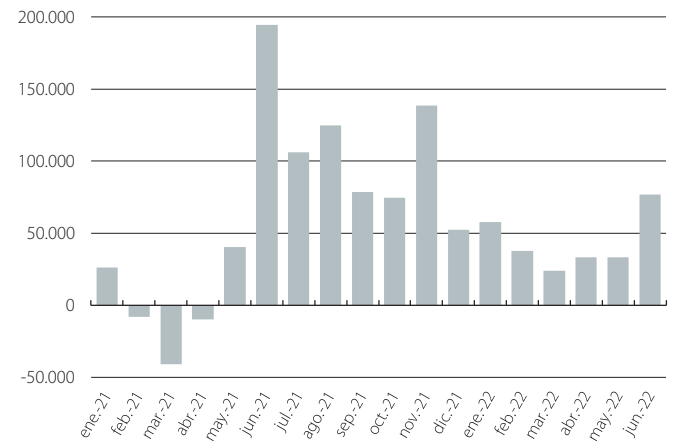
excepcionalmente bueno para este sector. Por lo que se refiere al mercado laboral, los datos de junio volvieron a ser muy positivos: la afiliación a la Seguridad Social creció en 76.948 trabajadores en términos desestacionalizados (33.336 en mayo). En el conjunto del 2T, el crecimiento intertrimestral de los afiliados desestacionalizados que no están en situación de ERTE fue del 1%. Asimismo, nuestro indicador de tarjetas apunta a una recuperación del consumo, tras el retroceso del 2,0% intertrimestral en el 1T. La nota discordante la pusieron los índices PMI de junio. El de servicios retrocedió 2,5 puntos, y se situó en 54,0 puntos. El sector manufacturero se volvió a ver afectado por el aumento de los precios de los insumos y por los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales y el PMI de manufacturas descendió hasta los 52,6 puntos, 1,2 puntos menos que en mayo. Si bien se trata de un registro superior al nivel indicativo de crecimiento (50 puntos), denota una moderación en el ritmo de expansión del sector debido a una ralentización del crecimiento de la producción y a una caída en los nuevos pedidos.

**Mercado inmobiliario: elevado crecimiento de los precios en 2022, pero enfriamiento a la vista.** La pujante demanda en combinación con el aumento del coste de materiales y la escasez de oferta ha llevado a una subida significativa de los precios de la vivienda en el 1T (8,5% interanual según el INE y 6,7% según el MITMA). Estos resultados, por encima de lo previsto, nos llevan a aumentar el crecimiento previsto del precio de la vivienda basado en tasaciones hasta el 6,0% en 2022 (3,5% anteriormente). No obstante, en los próximos trimestres, algunos de los factores que han estimulado la demanda irán perdiendo impulso (menor crecimiento de la renta disponible real de los hogares y el aumento de los tipos de interés), por lo que la demanda y los precios tenderán a moderarse. Así, en 2023 hemos revisado a la baja el crecimiento previsto del 3,2% interanual al 2,2%.

**El Gobierno anuncia un nuevo Plan de Choque que tendrá impacto en el déficit.** El Gobierno ha anunciado un nuevo plan para mitigar el impacto de la elevada inflación sobre las familias. Este plan está dotado con 9.100 millones de euros y combina la prolongación hasta diciembre de las medidas que se tomaron en abril y que expiraban en junio –principalmente, bonificación de 20 céntimos por litro de combustible para todos los usuarios (coste fiscal de 4.000 millones), las rebajas fiscales sobre la electricidad (minoración de ingresos de 3.600 millones)– y un conjunto de nuevas medidas destinadas a las familias más vulnerables (cheque de 200 euros a rentas bajas, descuentos en transporte público desde septiembre y aumento temporal del 15% de las pensiones no contributivas). El impacto en déficit de estas medidas será del 0,5% del PIB. Con todo, el espectacular tirón de la recaudación tributaria (crecimiento interanual en términos homogéneos entre enero y mayo del 16,2%) y la resiliencia del mercado laboral actúan de contrapeso, de forma que mantenemos la previsión de déficit público en el 5,5% para 2022.

**España: afiliados a la S. S.\***

Variación mensual en miles

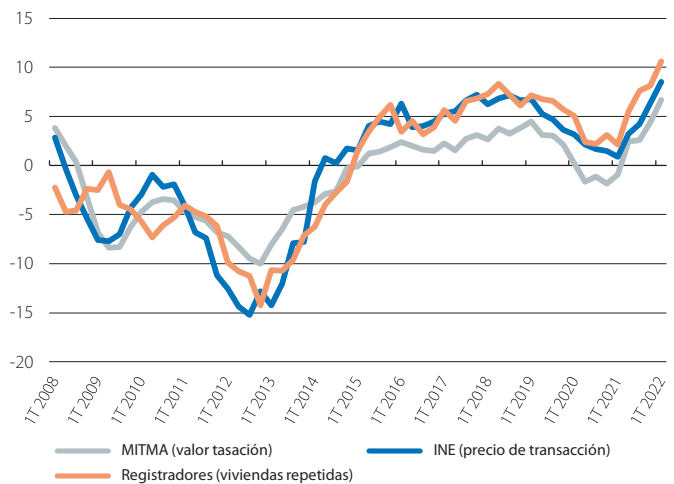


Nota: \* Datos desestacionalizados.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, S. S. y Migraciones.

**España: precios de la vivienda**

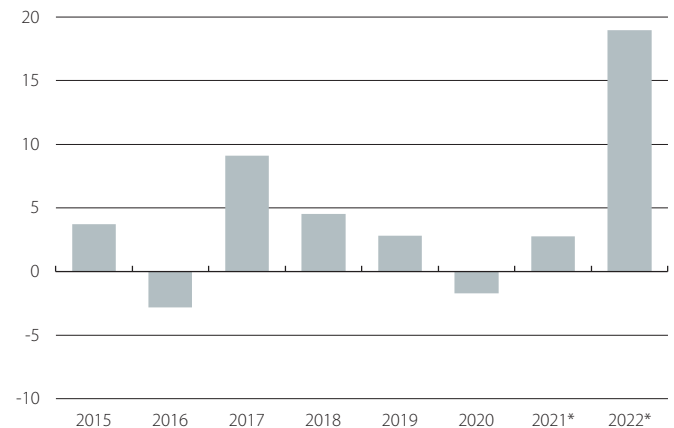
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA, del INE y del Colegio de Registradores.

**España: ingresos tributarios totales**

Variación anual (%)



Notas: Contabilidad de caja, sin descontar la participación de las administraciones territoriales y en términos homogéneos. Los datos de 2021 y 2022 se comparan con 2019. \* Hasta mayo.

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

## Las claves del segundo plan de choque español

El Gobierno ha presentado un segundo plan de choque para amortiguar el impacto económico de la elevada inflación. Este segundo paquete implicará, según estimaciones del propio Ejecutivo, un esfuerzo presupuestario de más de 9.000 millones de euros (0,7% del PIB) que se descompone en 5.500 millones más de gasto y 3.600 en reducción de ingresos por rebajas fiscales en los impuestos de la electricidad. El impacto en déficit será algo menor, del 0,5% del PIB según la estimación de AlReF.<sup>1</sup>

La implementación de nuevas medidas (el primer plan de choque se concibió para abril-junio y estaba dotado con 6.000 millones) se enmarca en un contexto en el que la inflación está mostrando una mayor persistencia e intensidad de lo esperado. El plan tiene dos ejes: el primero es la renovación hasta el 31 de diciembre de las principales medidas ya implementadas en abril y que vencían a finales de junio. El segundo es una batería de nuevas medidas centradas en las familias más vulnerables. De los 9.000 millones, unos 8.000 corresponden a la prolongación de las medidas vigentes y solo 1.000 a las nuevas medidas anunciadas.

### Primer eje: prolongación de las medidas ya existentes

En primer lugar, se ha extendido hasta el 31 de diciembre la bonificación de 20 céntimos por litro de combustible para todos los usuarios. De los 5.500 millones de gasto público del plan de choque, el Ejecutivo estima que el grueso (4.038 millones)<sup>2</sup> provendrá precisamente de esta bonificación. Se trata de una medida cuya extensión ha generado un intenso debate económico debido a su carácter universalista (beneficia por igual a todos los usuarios independientemente de su renta), a su coste elevado y a que su efectividad está condicionada a que los operadores no absorban dicha bonificación a la hora de fijar los precios. En otras economías europeas se han tomado medidas similares, aunque no se han extendido hasta finales de año; en Francia, por ejemplo, la rebaja de 15 céntimos por litro de carburante en la automoción se extenderá hasta finales de agosto y a partir de septiembre el presidente Macron aboga por sustituirlo por un mecanismo más focalizado para los grandes transportistas (se desconocen los detalles a cierre de este informe), mientras

que en Italia el recorte de 25 céntimos por litro de gasóleo se ha extendido hasta el 2 de agosto.

Por otro lado, se han prolongado las rebajas de los impuestos de la electricidad, que benefician a prácticamente la totalidad de hogares, hasta diciembre con una rebaja adicional en el IVA del 10% al 5% (IVA del 21% antes de abril).<sup>3</sup> En total, el Gobierno calcula que la minoración de ingresos fiscales por estas rebajas (IVA del 21% al 5%, impuesto especial de la electricidad del 4,11% al 0,5% y suspensión del impuesto sobre el valor de la producción eléctrica) estará en torno a 3.600 millones de euros entre junio y diciembre (comparación con un escenario con los precios de la energía en niveles elevados, pero dejando vencer estas medidas en junio). De estos, la rebaja adicional del IVA del 10% al 5% implicaría una merma de ingresos de unos 440 millones de euros de tal forma que la rebaja del IVA del 21% al 5% supondrá una reducción total de ingresos públicos de prácticamente 1.200 millones en los próximos seis meses.

Finalmente, también se han prolongado hasta diciembre el tope del 2% sobre la subida del alquiler en caso de que no haya acuerdo entre las partes, los mayores descuentos del bono social eléctrico (del 60% en lugar del 25% para colectivos vulnerables y del 70% en lugar del 40% para casos graves) que se ampliaron de forma excepcional a 600.000 personas más y el aumento del 15% en el ingreso mínimo vital (IMV).

### Segundo eje: nuevas medidas selectivas y centradas en las familias más vulnerables

El impacto en déficit de este nuevo plan de choque proviene principalmente de la prolongación de las medidas ya vigentes. No obstante, se han tomado nuevas medidas, muy focalizadas en grupos vulnerables, que tienen un coste para las arcas públicas relativamente pequeño y que mitigarán el impacto de la elevada inflación en estos colectivos. Estas nuevas medidas están principalmente centradas en las familias, dado que apenas se han ampliado las ayudas directas al tejido productivo (solo en 125 millones las destinadas a las industrias gas-intensivas y 72 millones para el sector primario) que se asignaron en el primer plan de choque.

Entre las nuevas medidas, destaca un pago único de 200 euros que se destinará a trabajadores o desempleados

1. La razón principal, según explica AlReF, es que los 1.800 millones de menores ingresos entre julio y diciembre por la suspensión del impuesto sobre el valor de producción de la electricidad tienen impacto neutral en déficit al ser un ingreso asignado a la transferencia al sistema eléctrico.

2. Es una cantidad por trimestre mayor que los 1.400 millones que el Gobierno calculó que supondría esta medida entre abril y junio, posiblemente por una mayor demanda en verano.

3. La rebaja del IVA afecta a los consumidores con una potencia contratada inferior o igual a 10 kW. La práctica totalidad de hogares se beneficia de la disminución de este gravamen. El tipo del 5% en el IVA se aplicará también al 72,5% de los contratos de suministro de electricidad de empresas y negocios (no domésticos).

que residan en hogares con ingresos totales inferiores a 14.000 euros en 2021, cuyo patrimonio, descontada la vivienda habitual, no supere los 43.200 euros y que no estén percibiendo el IMV. Se estima que esta medida beneficiará a 2,7 millones personas y tendrá un coste de 540 millones. El principal reto para su implementación será identificar con precisión al colectivo *target* y asegurarse de que tienen conocimiento de esta ayuda.

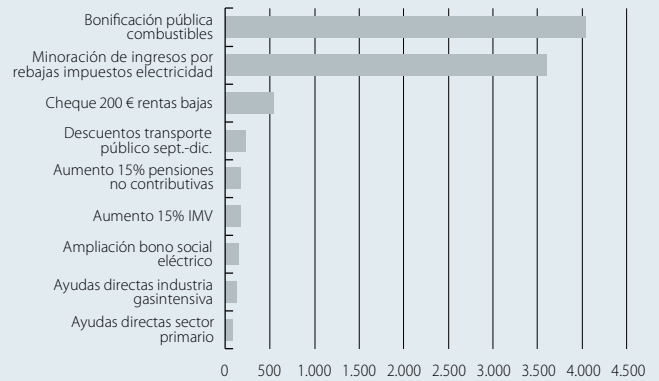
Otra medida es el descuento en el transporte público, similar a medidas tomadas en Alemania o Italia en esta dirección. En concreto, se tratará de un descuento vigente entre septiembre y diciembre del 50% en títulos multi-viaje de Renfe y del 30% para abonos mensuales y títulos multi-viaje de las comunidades autónomas y entidades locales que estas podrán complementar en un 20% adicional para alcanzar también un descuento total del 50%. Se destinarán 220 millones de euros a financiar esta medida.

Finalmente, se aumentarán un 15% las pensiones no contributivas de viudedad y jubilación en los próximos seis meses (coste de cerca de 180 millones), un incremento que *a priori* se debería revertir al terminar el año. Queda pendiente concretar el anuncio de la creación de un impuesto especial a las empresas energéticas por sus beneficios extraordinarios, que entraría en vigor en enero de 2023, aunque una parte de sus ingresos devengados ya se contabilizarían en el ejercicio actual.

Javier Garcia-Arenas

**España: principales partidas del segundo plan de choque**

(Millones de euros)



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

## Fondos europeos NGEU en 2022 (y más allá): una apuesta clara por la sostenibilidad verde

Sostenibilidad es un término multifacético, ya que engloba elementos de distinto pelaje: medioambientales, sociales y de gobernanza. En este artículo nos centramos en el concepto más clásico de sostenibilidad, el medioambiental, con un análisis para calibrar su importancia en los fondos europeos NGEU del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Tal Mecanismo representará en total 70.000 millones de euros en transferencias a fondo perdido para la economía española, a recibir entre 2021 y 2023 si se van cumpliendo los hitos y reformas asociados, de los cuales el 40% se destinarán a inversiones verdes (el mínimo exigido por la Comisión Europea es del 37%).<sup>1</sup> Más allá de las grandes cifras, ¿qué se espera en 2022 en lo tocante a inversiones sostenibles? Se trata de una pregunta candente cuando nos encontramos en un contexto geopolítico en el que se pretenden potenciar a nivel europeo las energías renovables para reducir la dependencia de los combustibles fósiles, un proceso que ha cobrado relevancia con los planes para desligarse energéticamente de Rusia. Así, cabe destacar que en el momento actual, con los precios de las materias primas energéticas en niveles tan elevados y problemas de garantía de suministro, lo económico y lo medioambiental van de la mano. No en vano, la seguridad de suministro, la asequibilidad y la sostenibilidad, tres objetivos que durante años eran contrapuestos, ahora están alineados.

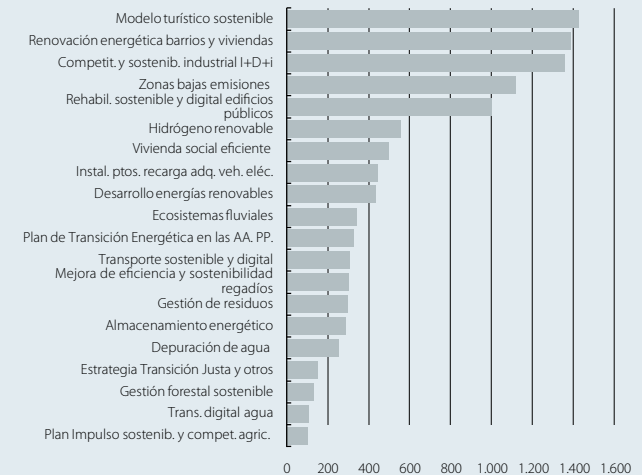
### Proyectos NGEU 2022: una apuesta por la sostenibilidad de (por lo menos) 11.000 millones de euros

Lo cierto es que la sostenibilidad medioambiental es una de las grandes prioridades de las inversiones NGEU planificadas para 2022. En los Presupuestos Generales del Estado de 2022 hay incluidos 28.000 millones de euros del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, de los cuales identificamos 11.400 como inversiones cuyo principal objetivo es la sostenibilidad medioambiental. Ahora bien, se trata de una estimación conservadora; por ejemplo, los 1.700 millones que se destinarán a mejorar la red de cercanías y la interconexión ferroviaria con el resto de Europa podrían también encajar como sostenibles, ya que permitirán reducir las emisiones de carbono relacionadas con un mayor uso del transporte privado.

¿Cuáles son las principales inversiones sostenibles que se acometerán con estos fondos en 2022? Destacan las cinco con inversiones superiores a 1.000 millones de euros

1. El Gobierno está preparando una adenda al Plan de Recuperación para solicitar también 70.000 millones en concepto de préstamos.

### España: inversiones previstas NGEU 2022 sostenibles medioambientalmente (Millones de euros)



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

(véase el primer gráfico). En un primer cajón del podio, descuellan el plan para hacer un sector turístico más sostenible (con una dotación de 1.400 millones de euros), los proyectos para la renovación energética de viviendas y barrios (1.390 millones) y las inversiones para transformar el sector industrial y de I+D+i en clave sostenible (1.360 millones de euros). En un segundo peldaño, y con un presupuesto de más de 1.000 millones de euros respectivamente, cabe mencionar también las inversiones para implantar zonas de bajas emisiones en zonas urbanas y la rehabilitación energética de edificios públicos. Finalmente, se empezarán a activar más a medio plazo inversiones claves para que España potencie sus energías renovables y reduzca su dependencia de los combustibles fósiles. Así, los proyectos destinados al desarrollo del hidrógeno renovable, a la instalación de puntos de recarga para vehículos eléctricos y al desarrollo de renovables superarán los 400 millones de euros en 2022 en cada una de estas tres líneas.

Ahora la clave es que este dinero fluya al sector productivo y se ejecuten estas inversiones a partir de convocatorias bien diseñadas y suficientemente amplias. La actual simbiosis entre sostenibilidad y economía por el contexto geopolítico y por la necesidad de acelerar la transición energética es una ventana de oportunidad que debe favorecer la ejecución de estos proyectos, si bien el aumento de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras puede retrasar algunas inversiones. En los cuatro primeros meses del



año, a partir de datos del IGAE, solo el 14% de estos 11.400 millones relacionados con la sostenibilidad ya estaban comprometidos (es decir, contaban con autorización legal para ser distribuidos, aunque una parte son movimientos de caja entre administraciones). En concreto, hasta el 30 de abril se habían comprometido 600 millones para la sostenibilidad del turismo, 500 millones para la construcción de viviendas de alquiler social eficientes energéticamente y casi 400 millones para la rehabilitación sostenible de edificios públicos y 120 millones para la gestión de residuos.

### Más allá de 2022: un ambicioso PERTE de energías renovables e hidrógeno

Más allá de 2022, no podemos acabar este artículo sin mencionar el ambicioso PERTE –se trata de proyectos de colaboración público-privados para transformar la cadena de valor de sectores económicos estratégicos– centrado en energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento energético, que se espera que dé un gran impulso a la sostenibilidad de la economía. Los proyectos asociados a este PERTE se desarrollarán entre 2022 y 2026 y contarán con una inversión pública de 6.900 millones de euros (es el segundo PERTE con mayor dotación, solo por detrás del de microchips) y una cofinanciación del sector privado que se espera que alcance los 9.500 millones. Este PERTE será clave para desligar la economía española de los combustibles fósiles y ya en 2022 se espera que el sector público invierta 2.350 millones de euros,<sup>2</sup> entre los que destacan 450 millones para proyectos de autoconsumo, 400 millones para la transformación de las flotas de servicios de transporte, 400 millones para impulsar la cadena de valor del hidrógeno renovable y 150 millones para el desarrollo del biogás.

Este PERTE tendrá dos ejes principales. El primero son 17 medidas para facilitar la transformación del modelo energético entre las que destacan: fomentar las instalaciones de autoconsumo renovable (inversión pública de 900 millones de euros), inversión en digitalización de las redes de distribución para mejorar la integración de generación renovable distribuida (525 millones) y desarrollar las renovables térmicas (500 millones).

El segundo eje está formado por 25 medidas transformadoras del modelo energético entre las que destacan 1.555 millones de inversión pública para la cadena de valor del hidrógeno renovable y 765 millones para renovables innovadoras (aquí se pretende acelerar el uso de renovables marinas aprovechando los 8.000 kilómetros de costa con los que cuenta el país).

2. Esta cantidad forma parte de los 11.000 millones que hemos identificado como sostenibles.

### PERTE de energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento

PERTE: medidas facilitadoras de transición energética	Dotación (millones de euros)
Instalaciones autoconsumo renovables	900
Digitalización redes de distribución	525
Energías renovables térmicas	500
Sostenibilidad empresas industriales (subvenciones + préstamos a interés 0)	278
Formación verde docentes FP y Aulas emprendimiento industria	256
Almacenamiento «detrás del contador»	220
Competencias (trabajadores turismo, desempleados...)	107
Redes de calor y frío renovables	100
Inversiones gases renovables (hidrógeno, biogás...)	67,5
Transversalidad de género empleos verdes	26
Competencias y empleos verdes jóvenes	25
Reskilling zonas de transición justa	20
Reskilling habilidades transición energética	20
Ayudas vehículo de hidrógeno	12
Algoritmos verdes	3
PERTE: Medidas transformadoras modelo energético	Dotación (millones de euros)
Hidrógeno renovable: formación, instalaciones, demostradores electrólisis, movilidad pesada, clústers de hidrógeno...	1.555
Renovables: repotenciación parques eólicos, marinas, biogás...	765
Almacenamiento: I+D+i, modelos de negocio flexibilidad sistema eléctrico...	620
Sistema nacional de ciencia, tecnología e innovación: misiones Ciencia e Innovación, Centro Ibérico de I+D de almacenamiento de energía, ayudas Agencia Estatal Investigación proyectos energéticos...	588
Transición justa: Fundación CIUDEN: ejecución de programas de I+D+i relacionados con la energía y el medio ambiente	30

Fuente: Resumen Ejecutivo y Memoria Descriptiva PERTE Energías Renovables, Hidrógeno Renovable y Almacenamiento.

En definitiva, el Plan de Recuperación dará un impulso importante a la sostenibilidad de nuestra economía. Ello deberá conjugarse con una visión estratégica amplia que permita aprovechar oportunidades para aumentar el rol de España a nivel europeo en materia energética (por ejemplo, a través de la conexión con Francia para redirigir parte del gas que nos llega del norte de África).

Javier García-Arenas

## La desigualdad salarial en España vuelve a la casilla prepandemia

La crisis económica desatada por la pandemia de la COVID-19 impactó fuertemente en los ingresos de los españoles. En pocas semanas, 600.000 trabajadores perdieron sus puestos de trabajo y más de 3,5 millones se acogieron a expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Las olas posteriores del coronavirus siguieron condicionando intensamente la situación del mercado laboral. Sin embargo, dos años después, la situación ha cambiado de forma sustancial: en el 1T 2022, el nivel de empleo (20,08 millones de ocupados) ya es superior al previo a la pandemia y la tasa de paro, del 13,6%, es 1 punto inferior a la tasa prepandemia.

En este artículo analizamos el impacto que tuvo la pandemia de la COVID-19 en la desigualdad de ingresos en España mediante la utilización de datos masivos de nóminas domiciliadas en CaixaBank completamente anonimizadas, así como las transferencias públicas percibidas por los trabajadores (subsídios de paro y ERTE). Estos datos se procesan a gran velocidad mediante técnicas de *big data* y permiten un análisis con un alto nivel de representatividad y granularidad.<sup>1</sup> Esta información nos permite concluir que la recuperación del mercado laboral ha permitido borrar el impacto de la pandemia en la desigualdad de ingresos salariales en España en abril de 2022.

Este estudio es parte de un proyecto de colaboración con investigadores de la Universitat Pompeu Fabra, el Institute of Political Economy and Governance (IPEG) y CaixaBank Research que ha permitido realizar un seguimiento de la evolución de la desigualdad mes a mes desde el inicio de la pandemia. Los resultados ampliados con distintos indicadores de desigualdad para toda la población o diferentes subgrupos, así como diversas publicaciones, están disponibles en este apartado de nuestra web: <https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/>.

### Vuelta a la situación prepandemia en la desigualdad de ingresos

El análisis de los ingresos salariales en tiempo real muestra que en 2022 se ha deshecho el impacto de la pandemia en la desigualdad y su nivel ya es muy parecido al que existía

1. Para más referencia sobre la representatividad de los datos, véase Aspachs, O., Durante, R., Graziano, A., Mestres, J., Reynal-Querol, M. y Montalvo, JG (2021). «Tracking the impact of COVID-19 on economic inequality at high frequency». PLOS one, 16(3), en <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0249121>.

2. El índice de Gini es el índice de referencia para analizar el nivel de desigualdad salarial. Puede presentar valores entre 0 y 100. Las cifras más elevadas reflejan mayores niveles de desigualdad, y viceversa. La variación en el índice de Gini respecto a febrero de 2020 está corregida por la variación estacional media experimentada durante el mismo periodo de los años 2018 y 2019.

### La desigualdad vuelve a la casilla de salida en España



Fuente: CaixaBank Research.

antes de la pandemia. Concretamente, el índice de Gini<sup>2</sup> en España en abril de 2022 se sitúa 0,4 puntos por debajo del nivel de febrero de 2020, justo antes del inicio de las restricciones.

La vuelta a una situación de desigualdad salarial similar a la de febrero de 2020 es un hito remarkable, porque la pandemia afectó fuertemente a las nóminas de los trabajadores. La desigualdad en España, medida por el índice de Gini, aumentó en 10,8 puntos en tan solo dos meses, de febrero a abril de 2020 antes de las transferencias públicas (véase el primer gráfico). A lo largo de los siguientes meses, a medida que se relajaban las restricciones a la movilidad, el incremento de la desigualdad fue moderándose, pero seguía siendo elevado, por encima de los 4 puntos en la segunda mitad de 2020. No fue hasta la primavera de 2021, con una mayor reactivación económica, que se aceleró la reducción de la desigualdad.

Las transferencias públicas jugaron un papel clave para contener ese aumento de la desigualdad, dado que las ayudas permitieron, en el momento álgido de la crisis, reducir la desigualdad en un 80% aproximadamente. Concretamente, el aumento de la desigualdad de ingresos salariales teniendo en cuenta las transferencias públicas entre febrero y abril de 2020 fue de 2,4 puntos en España, en lugar de los casi 11 puntos de incremento de la desigualdad únicamente salarial. Dos años después, en abril de 2022, el aumento de la desigualdad se ha reducido completamente. Un detalle curioso es que la desigualdad antes de las transferencias públicas en abril de 2022 ha caído incluso algo más que incluyendo las ayudas, al contrario de lo ocurrido durante toda la pandemia. Si bien la diferencia entre una y otra es pequeña, muestra cómo la fuerte mejoría del mercado de trabajo ha sido el principal factor detrás de esta mejora.

**¿El impacto de la pandemia en la desigualdad de ingresos se ha borrado para todo el mundo?**

Otra buena noticia es que todos los colectivos vuelven a la casilla prepandemia en términos de desigualdad salarial. En abril de 2022 ya desapareció casi la totalidad del incremento de la desigualdad de ingresos para trabajadores de distintas franjas de edad, para las mujeres y los hombres, y para los nacidos en España o en el extranjero. Para la mayoría de los colectivos, la desigualdad es incluso menor a la existente antes de la pandemia (véase el segundo gráfico).

Y esto es así pese a que el impacto de la crisis económica derivada de la COVID-19 fue muy distinto para cada colectivo, aumentando más entre aquellos con mayor precariedad laboral. En abril de 2020, momento de mayor impacto de la COVID-19 en la actividad económica, el índice de Gini antes de las transferencias públicas aumentó en 16,3 puntos para los jóvenes (de 16 a 29 años), 11 puntos para los adultos (de 30 a 49 años) y 7 puntos para los mayores (de 50 a 64 años). Asimismo, la desigualdad entre los trabajadores nacidos en el extranjero se incrementó en 15,4 puntos respecto al nivel prepandemia, mientras que para los nacidos en España aumentaba en 9,8 puntos. El incremento de la desigualdad de ingresos salariales entre febrero y abril de 2020 fue más similar entre sexos, con un aumento de 11,4 puntos para las mujeres y de 10,4 puntos para los hombres.

**El impacto de la pandemia en la desigualdad de ingresos ¿se ha borrado en toda España?**

Todas las comunidades autónomas (CC. AA.) han vuelto a una situación en términos de desigualdad salarial muy similar a la previa a la pandemia. Y esto a pesar de que la crisis económica derivada de la pandemia impactó más fuertemente en regiones como las Baleares y Canarias,

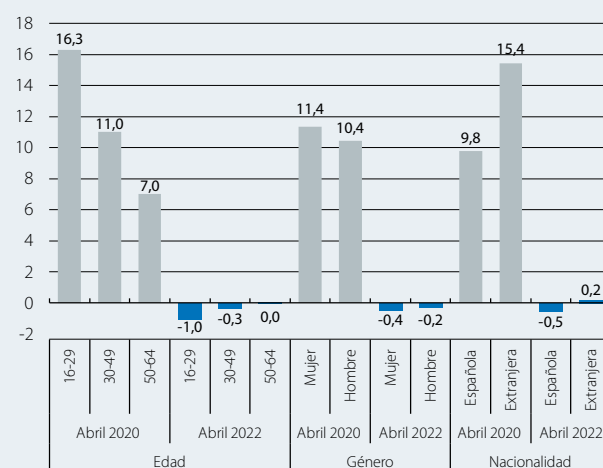
**España: evolución del índice de Gini**  
Variación respecto a febrero de 2020\* (puntos)



**Notas:** \* Datos corregidos de la variación estacional. «Pre» corresponde al índice de Gini antes de las transferencias del sector público y «Post» al índice después de las transferencias.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

**España: evolución del índice de Gini desde el inicio de la pandemia para distintos colectivos**

Variación respecto a febrero de 2020\* (puntos)



**Notas:** \* Datos corregidos de la variación estacional. El índice de Gini para cada colectivo correspondiente a los ingresos salariales antes de las transferencias del sector público.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

con incrementos del índice de Gini de 18,8 y 16,2 puntos, respectivamente, entre febrero y abril de 2020, o en Cataluña, donde aumentó en unos 11 puntos. Estas diferencias entre regiones se deben a que la pandemia afectó más a la actividad económica de sectores turísticos como la hostelería y la restauración, así como a zonas más urbanas.<sup>3</sup>

Dos años después, en 2022, todas las CC. AA. se acercan ya a la situación inicial en términos de desigualdad salarial, y algunas se encuentran en una situación incluso mejor que justo antes de la pandemia (entre ellas, las regiones más turísticas).

3. Para más detalle, véase el artículo «Factores que explican la diferente presión sobre la desigualdad a nivel regional» en el Dossier del IM10/2021.

## ¿Cómo hemos vuelto a la casilla prepandemia?: con una respuesta de políticas públicas sin precedentes y gracias a los ERTE

La rápida y amplia respuesta de las políticas públicas llevadas a cabo para paliar el efecto de la pandemia es la primera clave que explica su rápida recuperación. Los trabajadores se quedaron sin poder trabajar por causas ajenas a su voluntad, pero mantuvieron sus puestos de trabajo gracias a los dispositivos de ERTE. Los ERTE también permitieron mantener parte de los ingresos salariales y forman parte esencial del conjunto de medidas de apoyo a empresas y familias que conformaron la importante respuesta de políticas públicas para hacer frente a la crisis derivada de la COVID-19.<sup>4</sup>

Por otra parte, la fuerte recuperación económica a la salida de la crisis en España ha permitido que haya 20,08 millones de españoles trabajando en el 1T 2022, 614.000 más que en el 1T 2019. El impulso que lleva a la reanudación de la actividad ha implicado que el aumento del empleo favorezca a colectivos que normalmente tenían más dificultades para encontrar trabajo, como jóvenes, mujeres o inmigrantes.

### Reducir la desigualdad en España continúa siendo un objetivo clave

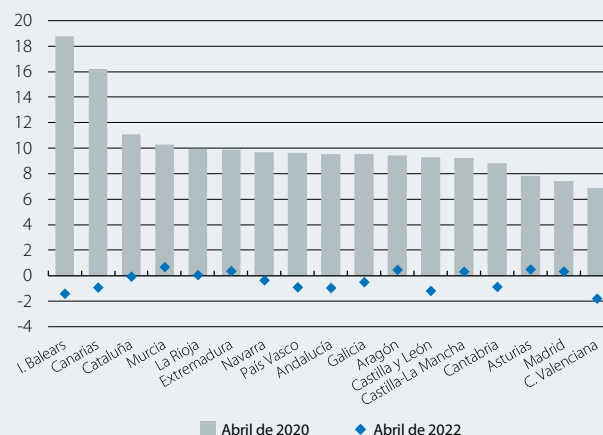
A pesar de la mejora en el ámbito de la desigualdad de ingresos de los trabajadores durante la pasada crisis, no deberíamos caer en la complacencia. Cuando estalló la pandemia todavía no se había recuperado el nivel de desigualdad previo a la crisis financiera y, por tanto, es necesario seguir reduciéndolo. El dinamismo en la creación de empleo, como hemos visto en esta salida de pandemia, es un elemento clave para conseguirlo: más y mejores puestos de trabajo para todos los colectivos permiten una reducción real y efectiva de la desigualdad de ingresos. Por otra parte, es necesario reforzar las políticas encaminadas a reducir la desigualdad. En este sentido, el ingreso mínimo vital es una política pública esencial para las familias con pocos recursos y con poca vinculación al mercado laboral. Sin embargo, la introducción de una política de esta envergadura hace necesario evaluarla, como ya está previsto hacer, y sobre todo ajustarla una vez se conozcan los resultados de estas evaluaciones para mejorar su eficacia.

Asimismo, en 2022 el conflicto bélico en Ucrania y los cuellos de botella tensionan al alza los precios de las materias primas y, de rebote, los precios de cada vez más productos de la cesta de consumo. La situación económica que se vislumbra es compleja, con impactos muy distintos por sectores y grupos poblacionales, por lo que no podemos

4. Para más detalle, véase el artículo «[Medidas económicas para contrarrestar el impacto de la COVID-19 en España](#)» en el IM04/2020.

## España: evolución del índice de Gini desde el inicio de la pandemia por comunidades autónomas

Variación respecto a febrero de 2020\* (puntos)



Notas: \* Datos corregidos de la variación estacional. El índice de Gini para cada comunidad autónoma correspondiente a los ingresos salariales antes de las transferencias del sector público. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

bajar la guardia.<sup>5</sup> La utilidad de seguir en tiempo real el impacto de una crisis mediante la evolución de la desigualdad o de otros indicadores económicos no pierde relevancia, sobre todo porque este seguimiento permite ajustar con mayor rapidez la respuesta de política económica y tomar medidas para proteger los colectivos más vulnerables, tal y como se ha realizado con éxito durante la crisis de la COVID-19.

Oriol Aspachs (CaixaBank Research),  
Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG y Barcelona GSE),  
Alberto Graziano (CaixaBank Research),  
Josep Mestres (CaixaBank Research),  
Jose G. Montalvo (UPF, IPEG y Barcelona GSE) y  
Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG y Barcelona GSE)

5. Para más detalle, véase el artículo «[La economía española ante la guerra en Ucrania](#)» en Las Claves del Mes del IM03/2022.

## El PERTE Chip: ¿conseguirá España hacerse un hueco en la industria de los microchips?

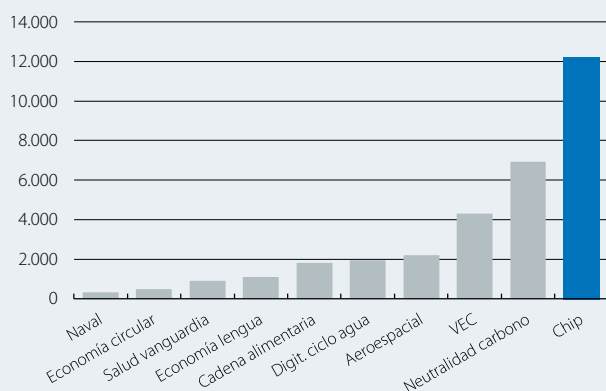
Los problemas en las cadenas globales de valor desde el estallido de la pandemia han puesto de manifiesto la importancia de los semiconductores en el actual entramado productivo. Estos componentes no solo son claves en la denominada economía digital (la inteligencia artificial, la computación cuántica y el internet de las cosas), sino que son también esenciales en multitud de cadenas de suministros globales. En el caso de la economía española, la industria del automóvil destaca como una de las grandes afectadas por la actual escasez de microchips, cada vez más necesarios para la producción de automóviles eléctricos.<sup>1</sup> Esa escasez de semiconductores en los últimos meses ha encendido las alarmas en Europa y ha puesto sobre la mesa el debate acerca de la enorme dependencia externa en este tipo de componentes claves.

En este sentido, el Gobierno español aprobó en mayo el Proyecto Estratégico para la Recuperación y Transformación Económica de Microelectrónica y Semiconductores (PERTE Chip), sin duda, una de las principales apuestas en materia de política de oferta para los próximos cinco años. Está previsto que el proyecto movilice una inversión pública de 12.250 millones de euros hasta 2027, en torno al 2% del VAB anual del sector manufacturero, siendo el PERTE que contempla el mayor volumen de inversión pública de entre los 11 aprobados a lo largo de los últimos 12 meses (véase el primer gráfico). Esto no hace más que reflejar el carácter estratégico de este nuevo proyecto que, además, está en línea con la Ley Europea de Chips.<sup>2</sup>

El nuevo PERTE pretende abarcar toda la cadena de valor del producto y se desarrolla a través de cuatro ejes estratégicos: refuerzo de la capacidad científica (I+D+i), la estrategia del diseño, la construcción de fábricas de producción en España y, finalmente, la dinamización de la industria IT española (es decir, aspira a generar demanda de esos microchips). El tercer eje, el de producción de microchips es, sin duda, el más novedoso (actualmente, no existe ninguna planta de producción en España), ambicioso (aspira a fabricar microchips de vanguardia, por debajo de 5 nanómetros [nm]) y el mejor dotado económicamente de todo el Plan (véase el segundo gráfico).

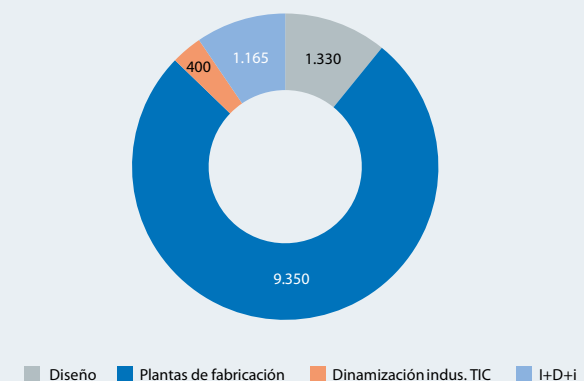
¿Es factible producir microchips en España? La respuesta depende del tipo de semiconductor que se pretende fabricar y del plazo que estemos considerando. Actualmente, los chips más avanzados tecnológicamente (microchips por debajo de los 5 nm), aquellos que se emplean en los procesadores y los teléfonos móviles de última generación, se producen en factorías en Taiwán (63% del total), Corea del Sur (18%), China (6%) y EE. UU. En otras palabras, la producción está concentrada en unos pocos fabricantes (TSCM, Samsung, UMC, GlobalFoundries y SMIC acumulan el 90% de la oferta mundial), especialmente en la región de Asia, que llevan varias décadas de ventaja y donde se nutren de un ecosistema de grandes industrias manufactureras de productos de electrónica de consumo que demandan esos microchips.<sup>3</sup> Además, la tremenda reactivación de la demanda de microchips tras

**España: PERTE aprobados por el Gobierno en el marco de los fondos europeos NGEU**  
Inversión pública en millones de euros



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

**Ejes estratégicos del PERTE Chip**  
(Millones de euros)



1. La industria del automóvil es, de lejos, la que peor se está comportando: en lo que llevamos de año y en términos interanuales, su producción está cayendo a ritmos del 11%, sus ingresos han retrocedido un 9,5% y el número de afiliados se ha reducido en un 5,4%.  
 2. El pasado mes de febrero, la Comisión Europea anunció la Ley Europea de Chips (Chips Act), con el objetivo de duplicar su cuota de producción de microchips a nivel mundial, hasta alcanzar el 20% hacia 2030. La iniciativa moviliza 43.000 millones de euros a lo largo de la próxima década.  
 3. Para una visión más completa de la oferta global de semiconductores, véase el artículo «La oferta global de chips: de disrupciones y de nuevas tendencias», en el Dossier del IM02/2022.

las fases iniciales de la pandemia y las excelentes previsiones de cara a los próximos años están incentivando nuevas inversiones por parte de estos fabricantes: la taiwanesa TSMC ha anunciado la inversión de 100.000 millones de dólares en los próximos tres años y el comienzo de la fabricación de microchips de menos de 2 nm (claves para los automóviles sin conductor).

En este contexto tan competitivo, será realmente difícil hacerse un hueco en la producción de estos semiconductores de última generación. No obstante, sí que puede ser factible tener una factoría que abastezca de microchips a la industria del automóvil, de enorme relevancia para la región y para la economía española, ya que los semiconductores que necesita son algo menos avanzados que los que podría necesitar un procesador de PC o un teléfono inteligente, de un tamaño de unos 180 nm frente a los 5 nm de los más avanzados. En cualquier caso, hacerse un hueco en esta parte de la cadena de oferta debe considerarse como un objetivo a medio y largo plazo, si tenemos en cuenta que resulta muy complejo modificar los eslabones de la cadena de oferta en productos tan integrados en las cadenas globales.<sup>4</sup>

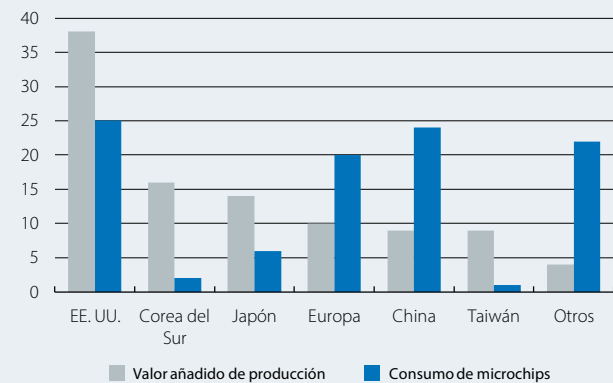
Por el contrario, Europa podría tener cierto papel en las fases de investigación I+D+i, desarrollo y manufactura especializada, donde su peso en términos globales es modesto, pero donde existen ya centros de investigación relevantes, como el puntero Interuniversity Microelectronics Centre de Bélgica. En este sentido, otra iniciativa europea paralela sobre el impulso de las tecnologías de computación (EuroHPC JU, por sus siglas en inglés), lanzada en julio del año pasado, parece estar bien encaminada: persigue fortalecer las infraestructuras, los productos y los servicios digitales, aunando los esfuerzos de corporaciones, academia, usuarios, clase política, así como organizaciones de investigación y centros tecnológicos.<sup>5</sup>

Actualmente en España el sector de los semiconductores consta de apenas 120 pymes que se concentran en las fases de innovación, diseño y simulación, precisamente las etapas con mayor valor añadido y donde se necesita personal más cualificado. Además, contamos con cierta posición internacional en varios proyectos IT: (i) el desarrollo de arquitecturas alternativas (Barcelona Supercomputing Center es una referencia internacional); (ii) en fotónica integrada (Universidades Politécnica de Valencia, Vigo y Madrid), y (iii) en el ámbito del desarrollo de chips cuánticos (Instituto de Ciencias Fotónicas y el CSIC), así como con el proyecto Quantum Spain, en el que participan 25 centros ubicados en 14 comunidades autónomas.

4. Para una revisión de las tensiones que están experimentando las cadenas de valor globales, véase el artículo «Cadenas de valor globales: ayer, hoy y mañana», en el *IS Industria*.

5. La *European High Performance Computing Joint Undertaking* (EuroHPC JU) es una iniciativa que complementa la *Chips Act* y que tiene un presupuesto de unos 7.000 millones de euros para el período 2021-2027.

### Industria de semiconductores por regiones (% del total)



**Notas:** Datos para 2019. El valor añadido de producción contempla todas las etapas en la producción de los semiconductores, desde el diseño a la propia fabricación y ensamblaje.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de SIA.

En definitiva, se debe poner en valor este tipo de iniciativas por el lado de la oferta para impulsar el papel de la región en un sector que seguirá siendo clave en la economía actual, siendo conscientes de la dificultad que supondrá hacerse un hueco en una industria con importantes barreras de entrada, sobre todo en lo que respecta a la fase de producción. En cualquier caso, se trata de un primer paso en la buena dirección, ante todo, si el objetivo del PERTE se orienta hacia la fabricación de los microchips que necesita la industria del automóvil, tan relevante en España y en Europa, y donde las necesidades tecnológicas son menores. Asimismo resultan fundamentales los pasos para potenciar las partes de la cadena que tienen más valor añadido y donde la región ya tiene un papel relevante, como son la investigación y el diseño de microchips.

Pedro Álvarez Ondina

## Dinámicas salariales en España: ¿crecen al mismo ritmo los salarios bajos y los altos?

La recuperación del mercado laboral en la salida de la pandemia sorprende por su fortaleza. En junio de 2022 ya había 20,2 millones de afiliados y se superaba ampliamente el nivel prepandemia de tres años atrás (19,5 millones en junio de 2019). Por su parte, los ingresos salariales por empleado aumentaron en media un 2,4% interanual en mayo de 2022 según el indicador de salarios de CaixaBank Research, el mismo avance que en abril, aunque 0,2 p. p. por encima del de marzo.<sup>1</sup> Pero ¿están creciendo al mismo ritmo las nóminas de los trabajadores de ingresos bajos que las de ingresos altos?

Para analizarlo, ordenamos las nóminas de menor a mayor importe en cada mes y calculamos separadamente para trabajadores de ingresos bajos, medios y altos la variación interanual mediana de su nómina un año después.<sup>2</sup> La nómina mensual corresponde al total de ingresos salariales netos percibidos durante el mes y, por tanto, los aumentos en la nómina se deben tanto a mejoras salariales como a incrementos de las horas trabajadas.<sup>3</sup>

Antes de analizar cómo avanzan las nóminas por nivel de ingresos en la actualidad, exploramos cómo se comportaban antes de la pandemia. Lo que observamos es que en 2018 y 2019, en promedio, el avance mediano de las nóminas fue del 2,8% interanual para los salarios bajos, del 2,2% para los salarios medios y del 2,3% para los salarios altos (véase el gráfico). A menudo, estos trabajadores con salarios bajos son jóvenes que, al principio de su andadura laboral, cambian a menudo de trabajo y por eso experimentan mayores incrementos de ingresos entre un año y el siguiente. Este resultado también se da en otros países, como se puede observar en los EE. UU. con el *Wage Growth Tracker* de la Fed de Atlanta.<sup>4</sup>

Analicemos ahora lo que está ocurriendo en la actualidad. En mayo de 2022, el avance mediano de las nóminas de los trabajadores con salarios bajos fue del 2,9% interanual.

1. Este indicador corresponde a la mediana de la variación interanual de los ingresos salariales mensuales de todas las personas con nómina domiciliada en CaixaBank y se calcula cliente a cliente de forma totalmente anonimizada. Para más detalle sobre su definición, véase el artículo «Dinámicas salariales en España: ¿qué nos dice el indicador de salarios de CaixaBank Research?», en el Dossier del IM05/2022.

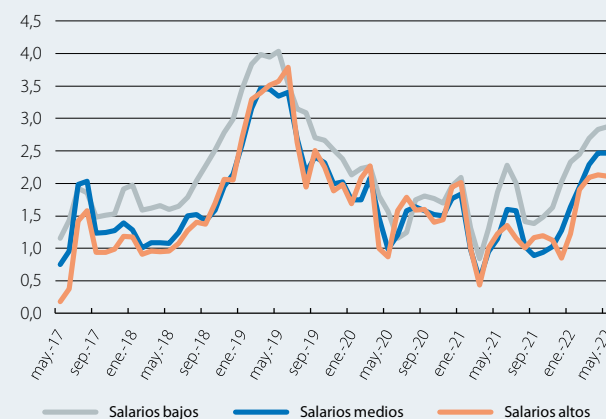
2. En este caso, calculamos la mediana de la variación interanual de la nómina mensual de los asalariados que en el año anterior percibían una nómina entre el percentil 20 y 40 (salarios bajos), entre el percentil 40 y 60 (salarios medios) y entre el percentil 60 y 80 (salarios altos).

3. Analizar la variación mediana permite en todo caso evitar casos extremos de cambios sustanciales en el número de horas trabajadas o de empleo que, por su naturaleza, están en las colas de la distribución.

4. Este indicador mide el crecimiento salarial nominal de trabajadores observado con 12 meses de diferencia a partir de datos de la *Current Population Survey* (CPS).

### España: ingresos salariales

Variación interanual (%)



**Notas:** El indicador corresponde a la mediana de la variación interanual de la nómina mensual de los asalariados que en el año anterior percibían una nómina entre el percentil 20 y 40 (salarios bajos), entre el percentil 40 y 60 (salarios medios) y entre el percentil 60 y 80 (salarios altos). La variación se calcula persona a persona. Se consideran todos los clientes con nómina presente en el mes anterior como criterio de estabilización. Datos en términos nominales (no deflactado). El indicador corresponde a la media móvil de dos meses.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

Por su parte, los trabajadores con salarios medios y altos experimentaron incrementos del 2,5% y del 2,1% interanual, respectivamente. Estos resultados muestran que, al igual que antes de la pandemia, las nóminas de los trabajadores con menores ingresos avanzan a mayor ritmo que las de los trabajadores con mayores ingresos, aunque las nóminas de todos crecen a un ritmo similar al promedio de 2018 y 2019. De ello también se desprende que, por ahora, no se observan presiones salariales destacables para ningún nivel salarial, aunque las presiones inflacionistas y el impacto desigual de la guerra de Ucrania entre sectores de actividad podrían cambiar la situación y aconsejan un seguimiento a tiempo real de la situación.

Josep Mestres Domènech

## ¿Creció el consumo en España en el 2T 2022? Lo que nos dicen los datos en tiempo real

Las presiones inflacionistas y el estallido de la guerra en Ucrania han hecho mella en la confianza de los consumidores españoles durante los últimos meses. Los datos publicados por la Comisión Europea muestran cómo en marzo se produjo la mayor caída desde el inicio de la pandemia. A partir de entonces, la confianza de los consumidores se ha mantenido en niveles significativamente inferiores a los observados hasta febrero de 2022 (véase el primer gráfico).

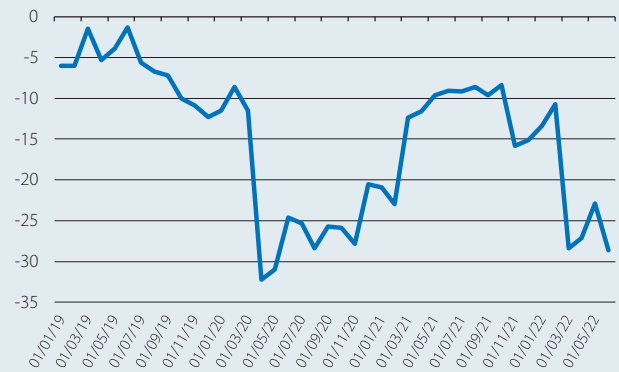
El deterioro de la confianza de los consumidores contrasta con la buena dinámica del mercado laboral, con cerca de un millón de trabajadores más que en tiempos prepandémicos.<sup>1</sup> Durante el 1T 2022 el primer factor predominó sobre el segundo y, en consecuencia, el consumo real de los hogares creció un -2,0% intertrimestral (1,5% en el 4T 2021). El fuerte aumento de la incertidumbre mermó sobremedida el consumo real en bienes duraderos, con un crecimiento intertrimestral del -11,2% (6,4% en el 4T 2021).

Una vez transcurrido el mes de junio, el *quid* de la cuestión es saber si, en los tiempos convulsos en los que vivimos, el consumo se habrá recuperado de la notable caída del 1T 2022 o, si por el contrario, habrá vuelto a registrar un crecimiento intertrimestral negativo. Algunos indicadores apuntan a que el consumo logró coger oxígeno en el 2T 2022; por ejemplo, las ventas minoristas en términos reales registraron un crecimiento intertrimestral del 2,6% en el promedio de abril y mayo (-3,1% en el 1T 2022), mientras que las ventas interiores de grandes empresas (también en términos reales) mostraron igualmente un claro dinamismo, avanzando un 4,6% intertrimestral (-0,7% en el 1T 2022). Por su parte, las matriculaciones de automóviles crecieron un 26,5% intertrimestral (-29,8% en el 1T 2022).

Estas buenas sensaciones también se observan en el indicador de consumo de CaixaBank<sup>2</sup> que, al incluir datos para el mes de junio, es de gran utilidad, ya que permite tener una fotografía completa del 2T 2022. Concretamente, los datos internos correspondientes al 2T 2022 apuntan a un crecimiento intertrimestral del consumo nominal del 3,0% (véase el segundo gráfico), lo que estimamos que se traduciría en un avance del 2,2% del consumo real,<sup>3</sup> en línea, por tanto, con los otros indicadores disponibles hasta el mes de mayo.<sup>4</sup>

1. Este desacople entre la confianza de los consumidores y el mercado laboral no es único de España. Por ejemplo, en EE. UU. la tasa de paro se situó en el 3,6% en mayo, mientras que la serie de confianza de los consumidores elaborada por la Universidad de Michigan registró en junio su nivel más bajo desde que existen registros (año 1952).  
 2. Este indicador recoge en tiempo real los pagos y reintegros con tarjeta CaixaBank (debidamente anonimizados), por lo que es una buena herramienta para aproximar el gasto en consumo final de los hogares según los datos de contabilidad nacional.  
 3. Se estima un deflactor del consumo del 7,3% interanual mediante una regresión por mínimos cuadrados ordinarios. Las variables explicativas que se incluyen son el primer retardo del deflactor del consumo, el IPC y una variable binaria que captura el desacople entre el deflactor del consumo y el IPC a partir del 2T 2021. El R<sup>2</sup> de la regresión es del 90,1% y el error de predicción promedio en los últimos cuatro trimestres es de 0,1 p. p.

### España: confianza de los consumidores



**Nota:** El indicador se calcula como la media aritmética simple del balance de respuestas (ajustado estacionalmente) a preguntas específicas sobre la confianza de los consumidores.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### España: consumo nominal de los hogares



**Nota:** Para calcular la serie «Predicción indicador CaixaBank», primero se predice la serie de gasto en consumo final de los hogares mediante la serie original de datos internos de CaixaBank, ambas en términos nominales y en variaciones interanuales (regresión por mínimos cuadrados ordinarios). Una vez predicha la serie, se calculan las variaciones intertrimestrales (ajustadas estacionalmente) consistentes con dichas variaciones interanuales.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank y del INE.

De cara a los próximos trimestres, la evolución del consumo estará determinada por múltiples factores. Por un lado, las presiones inflacionistas, el aumento de los tipos de interés y la incertidumbre asociada al devenir de la situación económica es probable que sigan haciendo mella en la confianza de los consumidores. Pero, por otro lado, tras dos años de pandemia se prevé una campaña turística de verano muy positiva, con unos consumidores dispuestos a deshacer parte del ahorro embalsado debido a las restricciones. En su conjunto, para 2022 esperamos un crecimiento del consumo real del 1,5%.

Eduard Llorens i Jimeno

4. Es relevante mencionar que los datos internos mostraban un mayor crecimiento del consumo real (3,4%) en el promedio de abril y mayo. En este sentido, el consumo se ralentizó durante el mes de junio.



**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	04/22	05/22	06/22
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-9,5	8,8	28,5	1,9	1,6	1,6	2,3	3,9	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,6	0,6	-0,1	2,3	4,9	6,9	-1,1	1,4	2,2
PMI de manufacturas (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	53,3	53,8	52,6
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	22,2	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	0,7	22,3	32,4	41,7	37,7	...	...
Precio de la vivienda	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	8,5	-	-	-
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	313,4	341,5	337,9	...
PMI de servicios (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	57,1	56,5	54,0
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	1,6	1,4	...
Matriculaciones de automóviles	-29,3	158,0	660,9	-24,5	-17,1	-7,5	-12,1	-10,9	-7,8
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-10,1	-9,0	-13,0	-17,5	-27,1	-22,9	-28,6
<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	5,1	5,0	4,3
<b>PIB</b>	-10,8	5,1	17,8	3,5	5,5	6,3	-	-	-

**Precios**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
General	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	8,3	8,7	10,2
Subyacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	4,4	4,9	5,5

**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	04/22	05/22	06/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	23,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	34,7	...	...
<b>Saldo corriente</b>	9,3	11,1	9,2	11,6	11,1	7,9	6,5	...	...
Bienes y servicios	16,5	17,9	17,1	19,2	17,9	14,4	14,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-6,8	-7,9	-7,7	-6,8	-6,5	-7,8	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	13,7	22,3	15,2	19,7	22,3	19,4	18,2	...	...

**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	04/22	05/22	06/22
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,2	5,7	5,3	...
A la vista y ahorro	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	9,3	9,8	8,9	...
A plazo y preaviso	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-26,8	-26,1	-24,6	...
Depósitos de AA. PP.	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,3	15,7	15,0	...
<b>TOTAL</b>	7,1	6,7	5,5	5,5	6,6	6,0	6,3	5,8	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	0,7	0,9	...
Empresas no financieras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-1,0	-0,5	0,3	0,9	...
Hogares - viviendas	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,5	1,3	...
Hogares - otras finalidades	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,1	-0,7	-0,4	...
Administraciones públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,4	2,6	2,6	...
<b>TOTAL</b>	1,3	1,1	0,6	0,7	0,6	0,4	0,8	1,0	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>4</sup></b>	4,5	4,3	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	...	...

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: crecimiento fuerte, futuro incierto

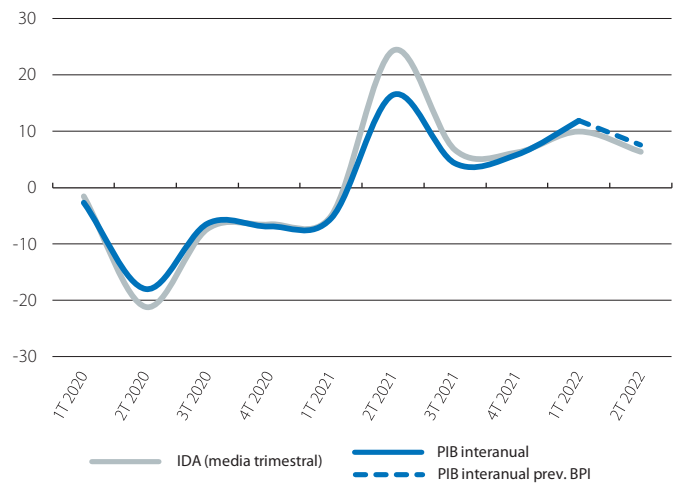
La dinámica de la actividad durante el 2T 2022 ha sido positiva, pero las señales para el resto del año apuntan a una desaceleración. El indicador diario de actividad creció un 2,6% intertrimestral en el 2T 2022, lo que sugiere que nuestra previsión para el crecimiento del PIB en el trimestre (0,3% intertrimestral) podría superarse. El consumo ha continuado siendo el componente estrella, según se desprende del buen tono mostrado por los indicadores parciales (ventas al por menor, movimientos con tarjeta y ventas de automóviles). La resiliencia del mercado laboral, con una caída en abril y mayo de los desempleados del 10,7% respecto al 1T, ha continuado soportando el gasto de las familias. Sin embargo, las señales apuntan a una pérdida de dinamismo en los próximos meses, a la vista del empeoramiento de la confianza de las familias y de las perspectivas de negocio en todos los sectores en el mes de junio, con excepción del sector industrial. Durante el 3T 2022 podría comenzar a sentirse el impacto de la ralentización de importantes socios comerciales en el desempeño de las exportaciones de bienes, y también en comportamientos más cautelosos por parte de los agentes económicos nacionales, aunque estas dinámicas puedan compensarse, en parte, con el tirón previsto del turismo. Los riesgos se acumulan a finales del año debido a la elevada incertidumbre en torno a los suministros de energía en invierno, sobre todo en las economías del norte y el centro de Europa. De momento, mantenemos la cautela y esperamos que la economía se estabilice, si bien los riesgos son negativos y crecientes.

**La inflación no dio tregua en junio.** La estimación preliminar del INE para junio sitúa la inflación en el nivel más alto desde diciembre de 1992 (8,7%). Los productos energéticos, con una inflación del 31,7%, continúan presionando al alza la inflación general, y, en un momento en el que el aumento de los precios alimentarios está más estabilizado, el comportamiento del componente energético será clave en la evolución de la inflación en los próximos meses.

**Fuerte revalorización de la vivienda.** El IPH del INE creció un 12,9% en términos interanuales en el 1T 2022, el mayor crecimiento en la serie histórica. Este encarecimiento elevó el valor medio de las viviendas transaccionadas hasta los 185.600 euros. Los datos disponibles apuntan a que esta tendencia se ha mantenido en el 2T: el valor medio del metro cuadrado, según las tasaciones para solicitud de créditos hipotecarios, aumentó en mayo hasta los 1.380 euros (+3,7% frente al final del 1T), y el índice de precio de la vivienda elaborado por Confidencial Inmobiliário apunta en el mismo sentido (+3,9%). Creemos que la reciente modificación de la medida macroprudencial (relativa al plazo máximo de amortización y a su dependencia de la edad del prestatario en los nuevos préstamos a la vivienda) y el ciclo de aumento de los tipos de referencia irán frenando esta tendencia.

### Portugal: indicador diario de actividad (IDA)

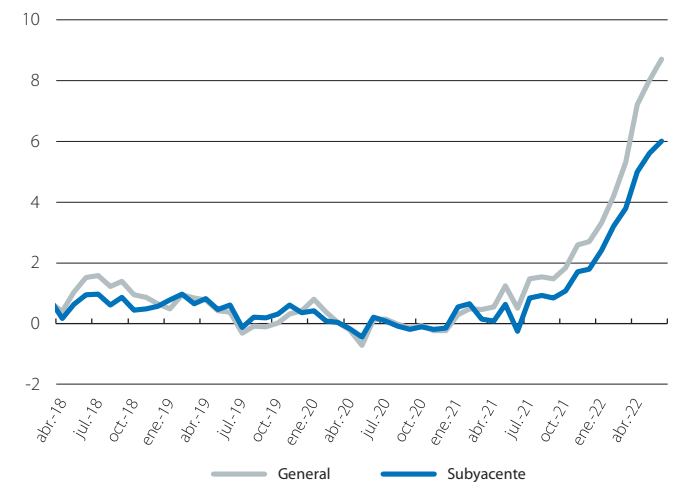
Variación interanual (%)



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

### Portugal: IPC

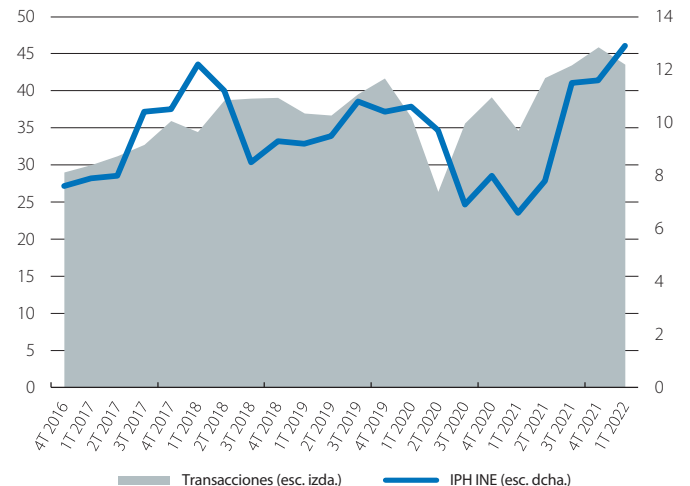
Variación interanual (%)



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

### Portugal: transacciones y precios de la vivienda

Miles Variación interanual (%)



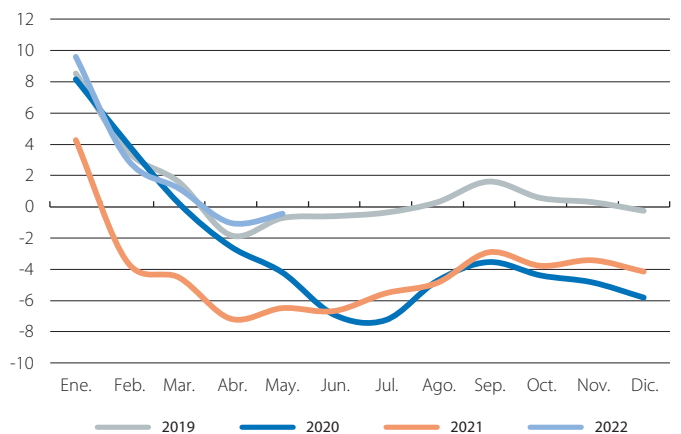
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

**Sigue la consolidación de las cuentas públicas.** En los primeros cinco meses del año, el saldo consolidado del conjunto de las Administraciones públicas, en términos de caja, se situó en el -0,4% del PIB, lo que contrasta con un déficit del 6,5% del PIB en el mismo periodo de 2021 y del 0,7% en los primeros cinco meses de 2019. La mejora frente a 2021 procede de un intenso crecimiento de los ingresos (+16% interanual), mientras que los gastos anotan una moderada caída (-0,7%). Este comportamiento, junto con la publicación del déficit en términos de contabilidad nacional del 1T 2022 (0,4% del PIB), sustenta la estimación de CaixaBank Research de que en 2022 el déficit podría reducirse hasta un nivel cercano al 1,7% del PIB, desde un déficit del 2,8% en 2021. Sin embargo, la prolongación del conflicto Rusia-Ucrania, las señales de ralentización de la actividad económica y el aumento de los tipos de interés (las *yields* de las OT a 10 años aumentaron 44 p. p. desde el inicio del año) constituyen un desafío para el objetivo de reducción del déficit público.

**La calidad del crédito mejora en el 1T 2022.** La ratio de préstamos dudosos descendió hasta el 3,6%, 1 décima menos que a finales de 2021 y 1 p. p. por debajo de la ratio de un año antes. La mejora se produjo tanto en el segmento de los particulares como de las empresas no financieras. En el primer caso, la ratio de préstamos dudosos bajó hasta el 2,7% y, en el segundo segmento, hasta el 8,0%. Por su parte, el *stock* de crédito concedido al sector privado creció un 2,6% interanual en mayo. El crédito a particulares mantuvo el ritmo de crecimiento de abril (3,7% interanual), pero el concedido a las empresas no financieras retrocedió un 0,8%. A su vez, los depósitos del sector privado continúan creciendo a buen ritmo: 8,2% interanual en mayo, con un aumento de los depósitos de los particulares del 7,0% y los de las empresas del 11,8%.

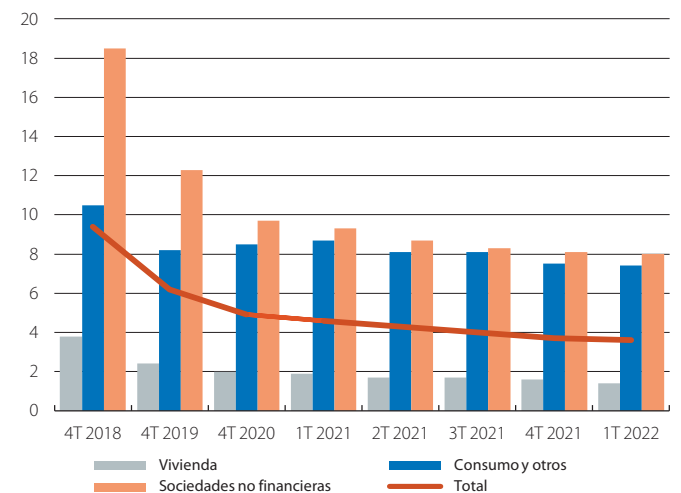
**La normalización del turismo sustenta las cuentas externas.** Las cifras de huéspedes y pernoctaciones se aproximan a las registradas antes de la pandemia. Así, en mayo el número de huéspedes apenas se situó un 3% por debajo del nivel de mayo de 2019, y el de pernoctaciones un 1% por debajo. A pesar de que el ritmo de recuperación de los no residentes es más lento que el de los turistas nacionales, estos datos evidencian una cierta normalización del sector que debería prolongarse e intensificarse en el 3T del año. En paralelo, el desempeño del sector sustenta las cuentas externas del país: en el cómputo acumulado del año hasta abril, el saldo de la balanza de servicios asciende a 3.000 millones de euros, más de cinco veces superior al valor del periodo equivalente de 2021. No obstante, el hecho de ser importador neto de energía hace que las cuentas externas se sigan viendo penalizadas por los elevados precios en los mercados internacionales de las *commodities* asociadas a este componente. En el cómputo acumulado de los últimos 12 meses (hasta abril) el déficit de la balanza por cuenta corriente empeora y se eleva a -3.700 millones de euros (-1.800 millones de euros en los 12 meses hasta abril de 2021).

**Portugal: saldo presupuestario de la Administración pública (% del PIB)**



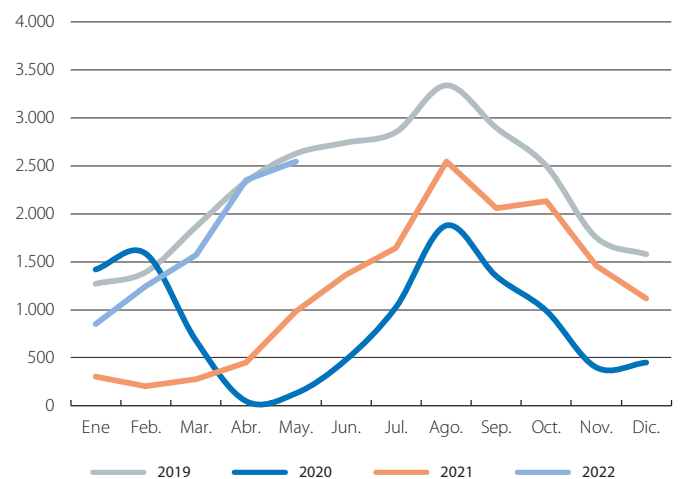
Nota: Datos acumulados en el año. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la DGO.

**Portugal: crédito dudoso (% del PIB)**



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

**Portugal: número de huéspedes en hoteles Miles**



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

## Portugal: el horizonte se despeja para el sector turístico

La mayoría de las restricciones implantadas para el control de la pandemia se han levantado y los viajeros se muestran menos recelosos, lo que se está traduciendo en una recuperación de la movilidad asociada al ocio. Y las cifras así lo confirman: en el 1T 2022, las exportaciones de servicios turísticos en la balanza por cuenta corriente alcanzaron ya un valor equivalente al 95% de lo que registraron en el mismo trimestre de 2019. En este artículo ahondamos en las cifras del sector para obtener un retrato más detallado de la trayectoria de recuperación del turismo, que identifica las grandes tendencias y apunta pistas para el resto del año.

### Identificando los caminos de la recuperación

Una de las señales más recientes de la recuperación del turismo se detecta en los datos del sector hotelero referentes a abril, cuando por primera vez desde el inicio de la pandemia el número de huéspedes y pernoctaciones superó en un 1,6% y un 1,1%, respectivamente, los valores del mismo mes del año anterior a la pandemia. No obstante, hay que destacar un matiz, ya que el ritmo de recuperación del turismo por parte de residentes es más fuerte que el de extranjeros. Así, mientras el número de turistas domésticos superó la cifra de abril de 2019 en un 14%, los turistas no residentes todavía estuvieron un 6% por debajo.

Dentro de la categoría de turistas extranjeros, el comportamiento tampoco es homogéneo, como se observa en el primer gráfico. Hasta el 4T 2021 constatamos que en los procedentes de países europeos la recuperación era más fuerte, es decir, que la brecha frente a los números de 2019 era menor si la comparamos con los turistas procedentes de otros continentes. Ya en abril de 2022, observamos que algunos países emisores (EE. UU. y Brasil) redujeron esa brecha de forma más significativa que, sorprendentemente, los turistas procedentes de la vecina España. Por otro lado, los cuatro mayores mercados emisores antes de la pandemia (Reino Unido, Alemania, España y Francia), que en su conjunto representaban en 2019 casi la mitad de los turistas extranjeros que visitan Portugal, presentan también diferencias entre ellos en lo que respecta al ritmo de recuperación. Reino Unido (+6%) y Alemania (+48%) en abril ya superaron la cifra de 2019, mientras que Francia (-11%) y principalmente España (-34%) aún están lejos.

Si nos fijamos en el número de turistas con una perspectiva regional, constatamos que Alentejo y las Azores fueron las ubicaciones que registraron las menores caídas de turistas durante la agresiva ola pandémica del 1T 2021, en contraste con Algarve (-89%) y Lisboa (-86%). Esto podría explicarse no solo porque los turistas buscaran destinos con menor aglomeración de personas, sino también, en el

### Portugal: variación de turistas no residentes según procedencia respecto al mismo periodo de 2019

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
TOTAL	-94	-83	-53	-31	-29	-6
Reino Unido	-97	-80	-61	-35	-21	6
Alemania	-93	-84	-57	-1	-6	48
España	-92	-70	-37	-27	-44	-34
Francia	-91	-83	-32	-9	-15	-11
Europa (otros)	-93	-81	-44	-16	-22	-9
Brasil	-95	-93	-85	-55	-47	15
EE. UU.	-97	-94	-63	-37	-9	-18
China	-99	-98	-94	-91	-85	-74
Otros no europeos	-93	-87	-66	-49	-38	-12

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

### Portugal: variación global de turistas por regiones de destino respecto al mismo periodo de 2019

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
Total		-64	-31	-19	-19	2
Norte	-78	-59	-28	-17	-14	8
Centro	-81	-54	-25	-18	-15	-1
A. M. Lisboa	-86	-75	-49	-28	-27	-3
Alentejo	-72	-42	-14	-9	-9	5
Algarve	-89	-67	-29	-18	-21	-4
R. A. Azores	-68	-58	-22	-8	-8	-5
R. A. Madeira	-84	-65	-5	0	-9	29

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

### Portugal: variación del número de pernoctaciones respecto al mismo periodo de 2019 por tipo de establecimiento

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
TOTAL	-84	-68	-31	-17	-19	1
Hoteles 5 *	-92	-65	-27	-12	-21	17
Hoteles 4 *	-89	-70	-31	-18	-21	1
Hoteles 3 *	-80	-67	-31	-16	-18	0
Hoteles 2 y 1 *	-76	-65	-37	-23	-20	-6
Apartamentos turísticos	-80	-73	-37	-21	-19	-9
Alojamiento local	-75	-66	-37	-20	-15	-4
Turismo rural	-63	-28	8	33	31	33

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

caso de Lisboa, por una caída significativa de los huéspedes asociados a los viajes de negocios para reuniones, congresos y otros eventos de tipo profesional. Las zonas del país que contribuyeron decisivamente a que el número de huéspedes en abril fuese superior al mismo periodo de 2019 fueron el Norte, Alentejo y Madeira; esta última superó en un 29% la cifra de 2019.

En cuanto a la tipología de alojamiento, los últimos datos muestran también que los hoteles de mayor categoría (de 4 y 5 estrellas) son los únicos que superan el número de pernoctaciones de abril de 2019. Las familias con mayores recursos fueron las que acumularon más ahorros durante el periodo pandémico y ahora, al levantarse las restricciones, los canalizan hacia el ocio y los viajes. Otro hecho destacable son los alojamientos en establecimientos rurales, cuyas pernoctaciones superaron ya en el 3T 2021 el número del mismo periodo de 2019 y desde el 4T 2021 han venido siendo superiores al 30% de forma consistente. En una primera fase de la pandemia, la demanda de estos alojamientos se explica por la posibilidad de hacer vacaciones con mayor distanciamiento social, pero actualmente parece representar una tendencia más persistente de descubrimiento de destinos alternativos a los más tradicionales/masificados; y también un tipo de turismo con una mayor marca de sostenibilidad (aspecto cada vez más valorado).

**Perspectivas para 2022**

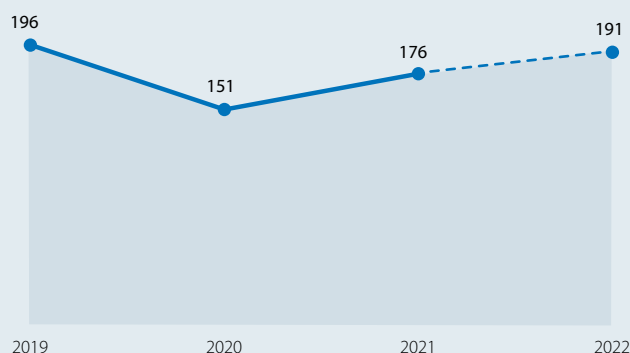
Algunos datos como la recuperación del tráfico de pasajeros por avión aportan optimismo para lo que queda de año. Por un lado, se observa una recuperación del número de rutas directas (conexiones entre aeropuertos), que en 2019 era de 196 y que cayeron en 45 rutas en 2020 y en 20 en 2021, mientras que para este verano IATA<sup>1</sup> ya espera 191. Es decir, se prevé una capacidad instalada compatible con una recuperación casi plena del sector.

La evolución del número de vuelos corrobora las perspectivas de recuperación, ya que el diferencial frente al número de vuelos de 2019 ha ido disminuyendo desde marzo. Como se observa en el último gráfico, esta brecha en mayo fue de solamente el -2% y en la primera mitad de junio el número de vuelos es solo un -1% en comparación con el mismo periodo de 2019.

Si nos centramos en el periodo más fuerte del turismo nacional, los datos sobre reservas de vuelos para la temporada de verano divulgados recientemente por el WTTC<sup>2</sup> son muy alentadores: Portugal es el cuarto destino más popular de Europa para este verano, con solo un -9% de

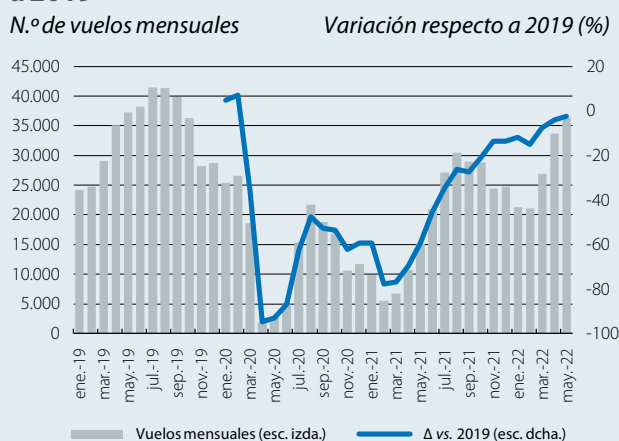
**Portugal: rutas en los aeropuertos nacionales**

Número



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de ANA - Aeropuertos de Portugal.

**Portugal: vuelos mensuales y brecha respecto a 2019**



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

llegadas con respecto al nivel anterior a la pandemia. Este nivel es superado en mercados emisores como el de los EE. UU., Países Bajos, Dinamarca y Alemania en un 41%, un 36%, un 29% y un 11%, respectivamente. Sin embargo, el tono optimista no debe hacernos olvidar uno de los cambios de comportamiento que ha surgido en los últimos tiempos: los turistas esperan tener la posibilidad de cancelar las reservas cada vez más cerca de la fecha del viaje.

En resumen, a pesar de los posibles obstáculos a esta dinámica derivados de la inflación, de nuevas variantes de la COVID o de una potencial extensión territorial de la guerra en Ucrania, los datos actuales dan pie al optimismo.

Tiago Belejo Correia

1. IATA (Asociación Internacional de Transporte Aéreo).  
 2. World Travel & Tourism Council a partir de datos de la Forwardkeys, empresa dedicada a suministrar *business intelligence* a la industria de los viajes y el turismo.

**Indicadores de actividad y empleo**

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
Índice coincidente de actividad	-5,5	3,1	5,3	6,1	7,0	...	7,2	7,1	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-6,9	4,5	-4,7	-1,5	-2,1	...	-1,3	3,0	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-15,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-2,3	-0,9	-3,0	-2,9
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	0,7	13,5	-0,9	-6,9	43,6	...	-15,0	...	...
Compraventa de viviendas	-11,2	20,5	22,1	17,2	25,8	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	8,3	8,6	8,7	11,0	11,5	...	13,0	13,9	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-38,7	52,0	259,3	...	304,5	313,6	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	-19,0	0,1	8,8	12,0	13,0	21,1	19,1	21,7	22,7
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-3,0	4,9	3,1	7,3	12,7	...	6,2	1,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	-6,3	4,7	7,3	7,2	6,5	...	5,5	4,6	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-13,6	-13,5	-19,3	-30,5	-27,2	-32,4	-31,8
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	-1,9	2,8	4,7	3,1	4,7	...	3,5	1,3	...
Tasa de paro (% de la población activa)	7,0	6,6	6,1	6,3	5,9	...	5,9	6,1	...
<b>PIB</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>11,9</b>	...	-	-	-

**Precios**

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
General	0,0	1,3	1,5	2,4	4,3	7,6	7,2	8,0	8,7
Subyacente	0,0	0,8	0,9	1,5	3,1	5,3	5,0	5,6	6,0

**Sector exterior**

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	13,4	18,3	21,4	...	17,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-14,8	21,4	10,3	21,4	33,4	...	31,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>	...	<b>-3,7</b>	...	...
Bienes y servicios	-3,9	-5,6	-4,4	-5,6	-6,9	...	-7,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,7	3,2	2,5	3,2	3,2	...	3,3	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,4</b>	...	<b>-0,3</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	10,0	9,3	8,7	9,3	8,9	...	8,9	8,2	...
A la vista y ahorro	18,8	16,3	15,5	16,3	15,3	...	14,9	13,1	...
A plazo y preaviso	1,2	1,2	1,0	1,2	1,1	...	1,6	2,1	...
Depósitos de AA. PP.	-21,0	-4,1	-5,2	-4,1	9,8	...	-1,9	-2,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	...	<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	4,6	2,9	4,2	2,9	2,8	...	2,7	2,6	...
Empresas no financieras	10,5	2,2	5,8	2,2	1,2	...	1,0	0,8	...
Hogares - viviendas	2,1	3,3	3,3	3,3	3,0	...	3,0	3,0	...
Hogares - otras finalidades	-1,1	3,1	3,2	3,1	6,4	...	6,4	6,2	...
Administraciones públicas	-4,2	3,8	4,1	3,8	5,3	...	4,1	5,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	...	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</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.

### Monitor de consumo



Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

### Informe Inmobiliario 2S 2022



La evolución del precio de la vivienda, la fortaleza de la demanda extranjera en España o el riesgo de burbuja inmobiliaria en algunos mercados desarrollados son algunos de los temas que se tratan en el nuevo *Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2022*.

### 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.



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

