



Panorama Económico

Marzo 2022

**MONOGRÁFICO titulado “El conflicto
Rusia – Ucrania: canales de transmisión
a la economía española”**

Sumario

- **Cambio de escenario económico global ante el conflicto entre Rusia y Ucrania, que afecta a multitud de ámbitos: energético, económico, relaciones comerciales e inflación, entre otros.**
- **Los bancos centrales aceleran el endurecimiento de sus políticas monetarias ante el aumento de la inflación.**
- **Los precios de las materias primas, principalmente energía y alimentos, repuntan en medio de una elevada volatilidad.**
- **El impacto del conflicto en España se está produciendo en mayor medida por el encarecimiento de los productos energéticos y de los costes de producción, lo que está llevando a la inflación a máximos históricos.**
- **Las previsiones de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en torno a medio punto hasta el 4,7% para 2022.**
- **Se espera una ralentización del avance de la actividad durante el primer trimestre debido a la sexta ola, la elevada inflación y el aumento de la incertidumbre.**
- **La creación de empleo se frena en los primeros meses de 2022. Las estimaciones de CEOE señalan que la afiliación efectiva corregida de estacionalidad aumentará en torno a un 1,1% intertrimestral en el primer trimestre del año 2022, casi la mitad que el 2,1% registrado en el cuarto trimestre de 2021.**
- **En los primeros meses de 2022, la inflación alcanza tasas no vistas en décadas y su evolución durante los próximos meses se verá muy condicionada por la duración del conflicto entre Rusia y Ucrania y por las medidas de política económica que se lleven a cabo.**

MONOGRÁFICO

- **El conflicto Rusia – Ucrania: canales de transmisión a la economía española**

Escenario Internacional

La invasión rusa de Ucrania presiona al alza la inflación y daña el crecimiento mundial, mientras los bancos centrales endurecen su política monetaria

El presente año se había iniciado marcado por un contexto de elevadas tasas de inflación, debido a los cuellos de botella existentes, y por la desaceleración generalizada en el crecimiento mundial, como consecuencia, en parte, de las restricciones derivadas de la pandemia. Esta situación se ha visto agravada por la invasión rusa de Ucrania, que al margen de la pérdida de vidas que conlleva y de los daños económicos y sobre infraestructuras, que son muy sustanciales, tendrá repercusiones adicionales sobre la inflación, que persistirá durante más tiempo en niveles elevados, y sobre el crecimiento a nivel global, que se resentirá, principalmente en Europa.

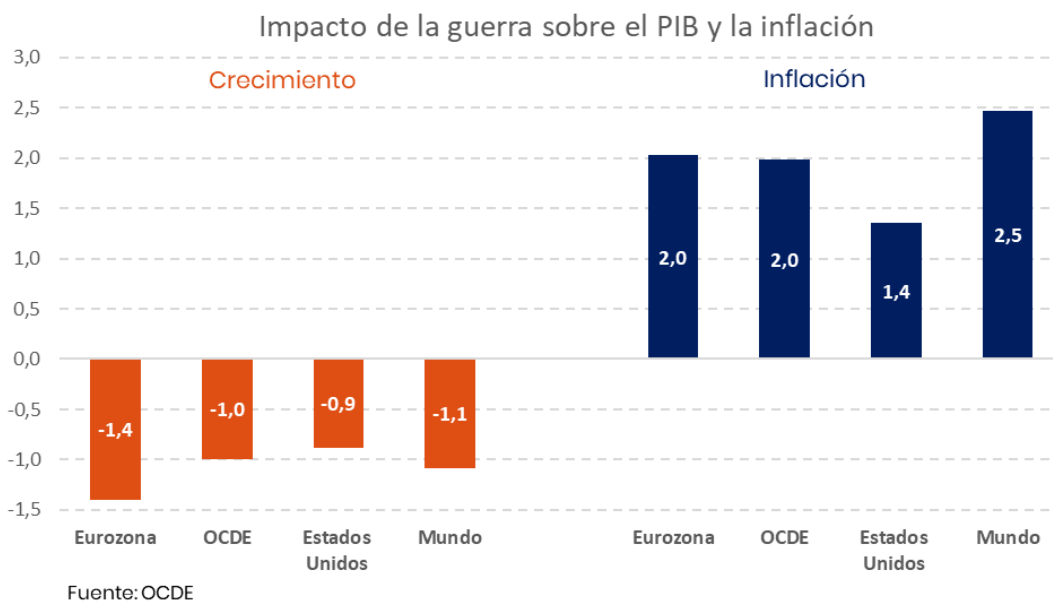
La guerra en Ucrania y las sanciones posteriores están derivando en aumentos muy notables de los precios de los productos energéticos. Tras el inicio de la guerra, el gas ha cotizado en máximos históricos y el petróleo escaló por encima de los 130 \$/barril, los registros más elevados desde el año 2008, aunque en los últimos días, estos precios, a pesar de que continúan en niveles muy altos, se están moderando. Pero también hay otras materias primas cuyos precios están aumentando considerablemente, entre ellas el trigo, así como otros cereales, de los que tanto Rusia como Ucrania son grandes productores. Los efectos de estos incrementos de precios se dejarán sentir a nivel mundial, con un impacto mayor sobre los hogares de menor renta, donde alimentos y energía acaparan una mayor proporción de sus gastos.

A los efectos directos y de corto plazo habrá que unir otros, como los derivados de las sanciones a Rusia y de las contra sanciones que puedan venir de este país. Además, se producirán sensibles cambios en las relaciones comerciales a nivel mundial. Los efectos también se dejarán sentir a través de los canales financieros, con descensos generalizados en las bolsas y una gran volatilidad.

En el caso de Rusia, las repercusiones están siendo especialmente significativas, con un fuerte desplome de su mercado bursátil y el cierre de las cotizaciones en el mismo de forma temporal. Además, la UE excluyó a varios bancos rusos del sistema de pagos SWIFT, mientras el rublo ha sufrido una fuerte depreciación, cotizando en niveles mínimos históricos frente al dólar, lo que llevó a su banco central a aumentar los tipos de interés desde el 9,5% hasta el 20% para contener la caída de su moneda y para hacer frente a la creciente inflación. La economía rusa afronta una recesión severa, al tiempo que las agencias de rating están

rebajando la calidad de su deuda a nivel de bono basura, contemplando la probabilidad de que se puedan producir episodios de impago.

Así, ante la elevada incertidumbre existente, y con el acusado retroceso que experimentarán la economía rusa y ucraniana, a lo que hay que unir el aumento de los precios a nivel mundial, que también afectará negativamente a la actividad, los principales organismos internacionales han señalado que revisarán a la baja sus previsiones de crecimiento para 2022. No obstante, la mayoría todavía no han ofrecido cifras concretas del alcance de estas revisiones, que estará condicionado por la evolución y duración de la guerra y de las sanciones que se adopten. Los efectos serán desiguales entre regiones y por sectores de actividad, con mayores impactos para aquellos países que mantienen relaciones comerciales más estrechas con Rusia y Ucrania, y también para los países más dependientes de las importaciones de aquellas materias primas cuyos precios se están viendo más afectados por el conflicto. La OCDE ha sido el primero en ofrecer unas primeras cifras por regiones, donde apunta que las consecuencias de la guerra conllevarán una merma en el crecimiento mundial de casi 1,1 puntos, mientras que la inflación aumentará en casi 2,5 puntos.



Lo que sí parece claro es que los efectos de la guerra en Ucrania van a truncar una recuperación que estaban anticipando los índices PMI del mes de febrero para Estados Unidos y para Europa, y que no recogen aún las consecuencias de dicha guerra. El Índice Global Compuesto de febrero aumentó dos puntos con respecto a enero, y esta mejoría se centró en Estados Unidos, en Reino Unido y en la UE, por el mayor dinamismo de las manufacturas y sobre todo de los servicios, tras la desaceleración que provocó la pandemia en diciembre y enero. Por el

contrario, en Asia es ahora donde la actividad se resiente en mayor medida por el avance de la variante ómicron. El PMI compuesto en China se mantuvo sin variación, en apenas 50,1 puntos, mostrando un crecimiento muy débil, mientras que en Japón ahondó su desaceleración hasta los 45,8 puntos, el peor registro desde agosto de 2021 y claramente apuntando a una contracción de la actividad. El país nipón acusó el cierre de fronteras y el encarecimiento de las importaciones energéticas, al tiempo que su demanda interna sigue muy contenida y sus exportaciones se ven afectadas por el menor ritmo de crecimiento de la economía china.

En la Eurozona, las consecuencias de la guerra ya se están sintiendo, principalmente sobre la inflación, muy influida por el precio de la energía, que en febrero continuó al alza hasta tasas interanuales del 5,9%, ocho décimas más que en enero y marcando un nuevo máximo de su serie histórica. La inflación subyacente, aunque también ha aumentado y alcanza un nuevo máximo, aún se mantiene en niveles relativamente moderados del 2,9%. En cuanto a los efectos sobre el crecimiento, la Comisión Europea ha señalado que las previsiones de febrero, donde esperaban un crecimiento del 4,0% para el conjunto de la Eurozona para el presente año, ya no son válidas y que deberán revisarse a la baja, aunque aún no ha precisado la cuantía del ajuste. Por su parte, la OCDE estima el impacto en 1,4 puntos sobre el crecimiento y en unos 2 puntos sobre la inflación.

El Banco Central Europeo, en su reunión de marzo, también revisó sus previsiones de crecimiento e inflación. Destacando la enorme incertidumbre existente, elaboró tres escenarios, el central que se basa en que la guerra en Ucrania termine pronto y otros dos más adversos. Así el crecimiento para 2022 se redujo desde el 4,2% que consideraba anteriormente hasta el 3,7%, es decir cinco décimas, en el escenario más benigno, y hasta el 2,3%, casi dos puntos, en el escenario más severo. En cuanto a la inflación, la revisión ha sido sensiblemente al alza, pasando del 3,2% que consideraba en sus anteriores estimaciones, hasta el 5,1% de media anual para 2022 en el escenario central, casi dos puntos más, y llegando hasta el 7,1% de media, cuatro puntos más, en el escenario más severo.

Además, el BCE también endureció su política monetaria, acelerando el ritmo al que reducirá la compra de bonos, de tal forma que en el tercer trimestre pudieran concluirse las compras netas, aunque seguirá reinvertiendo el principal. Los tipos de interés oficiales no se modificaron, y el BCE no tiene intención de moverlos hasta que hayan finalizado las compras netas de bonos. En este sentido, si se confirmase el fin de dichas compras en el tercer trimestre, y las expectativas de inflación estuviesen lejos del objetivo del 2%, el BCE pudiera llevar a cabo una primera subida de tipos a finales del presente año o como muy tarde en el primer trimestre de 2023.

En Reino Unido, con la inflación situada en el 5,5% en el mes de enero, el Banco de Inglaterra ha vuelto a subir sus tipos de interés, por tercera reunión consecutiva, hasta el 0,75%, justificando el alza en que la invasión de Ucrania ha derivado en un encarecimiento del precio de la energía y de otros productos básicos, como los alimentos. A ello, se une el riesgo de que se intensifiquen los problemas en las cadenas de suministros globales, que junto con la mayor incertidumbre existente puede debilitar el crecimiento, máxime en una economía importadora neta de energía como la de Reino Unido.

En Estados Unidos, la inflación también continúa al alza, situándose en febrero en el 7,9%, cuatro décimas más que en enero, y el mayor registro desde enero de 1982. Aunque los carburantes y la energía explican buena parte del aumento de la inflación, el incremento de los precios es generalizado, llevando a la inflación subyacente hasta el 6,4%, el valor máximo desde agosto de 1982. Por su parte, el mercado laboral ha seguido ganando dinamismo en febrero con la creación de 678.000 empleos no agrícolas, tras los 481.000 del mes de enero, y ya ha recuperado más del 90% del empleo que se perdió con la pandemia. La tasa de paro se redujo en dos décimas hasta el 3,8%, muy próxima también a los niveles anteriores a la crisis.

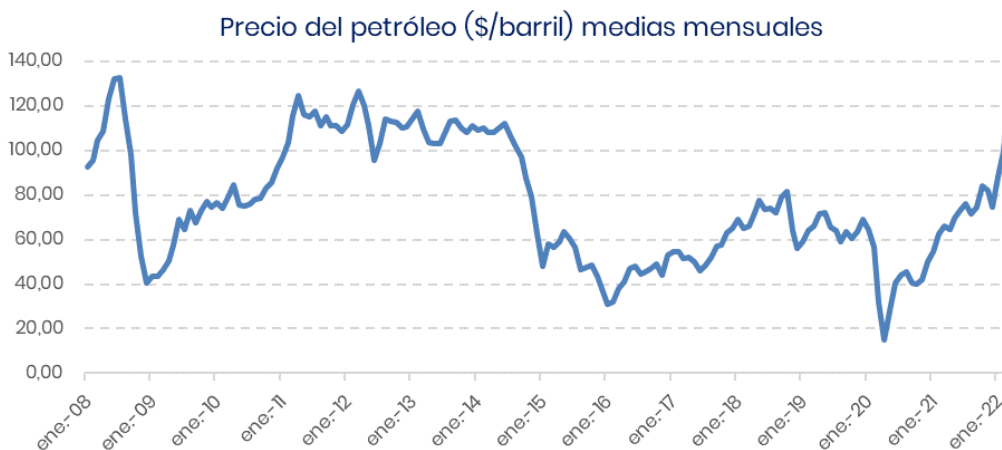
El buen comportamiento del mercado laboral y los elevados niveles de inflación, que se ven agravados por las tensiones en los precios de la energía derivados del conflicto en Ucrania, han facilitado una política económica más agresiva por parte de la Reserva Federal. Así, en su reunión de marzo la Fed ha aumentado en un cuarto de punto sus tipos de interés, hasta un intervalo entre el 0,25% y 0,50%, lo que supone el primer incremento desde 2018. Además, para evitar el sobrecalentamiento de la economía, se prevé que se lleven a cabo otras seis subidas adicionales a lo largo del presente año, para situar los tipos al cierre de 2022 en el rango entre el 1,75% y el 2,0%. Y para 2023, la institución espera que puedan llevarse a cabo entre tres y cuatro subidas adicionales, para contener los efectos de segunda ronda que se están dejando sentir tanto en salarios como en los precios de los productos.

En cuanto al crecimiento, la Reserva Federal ha revisado a la baja sus estimaciones para el presente año, desde el 4% hasta el 2,8% por los problemas derivados de la guerra en Ucrania y por la alta inflación. Manteniendo sin cambios sus previsiones del 2,2% para 2023 y del 2% para 2024. En cuanto a la inflación, a pesar de las tensiones actuales, esperan que se vaya moderando a lo largo del año, principalmente en la segunda mitad y que el promedio anual se sitúe en el 4,3%, frente al 2,6% de sus anteriores estimaciones. En 2023, la moderación de los precios está previsto que continúe, con una inflación media del 2,7%, también unas décimas más elevada que el 2,3% considerado anteriormente.

En cuanto a China, los índices PMI muestran cierta debilidad en su economía, que está acusando las restricciones de actividad, derivadas de su política de tolerancia cero con el COVID, para contener el avance de la pandemia, que ahora presenta mayor incidencia en los países asiáticos. En concreto, en China se está viviendo la mayor oleada de contagios en dos años, y entre las medidas adoptadas está el confinamiento de varias ciudades, entre las que destaca Shenzhen, una de las principales metrópolis tecnológicas del país, y que ya afecta a más de 30 millones de personas. Además, persisten los problemas de la sobredimensión de su sector inmobiliario, el elevado endeudamiento, y el riesgo de que las dificultades que atraviesan algunas de las principales promotoras del país puedan trasladarse a otros sectores y afectando a la confianza de los consumidores.

En cuanto a las consecuencias de la guerra en Ucrania, al margen del aumento de los precios de la energía, que no favorece el crecimiento, las relaciones comerciales entre Rusia y China no se van a resentir, sino al contrario, dado que el país asiático puede terminar absorbiendo buena parte de las menores ventas de Rusia a Europa.

Como consecuencia de la guerra en Ucrania, el precio de la energía y de otras materias primas, entre las que destacan los alimentos, están experimentando una elevada volatilidad y un considerable aumento. El precio del crudo Brent, que ya venía mostrando una tendencia alcista por la más rápida recuperación de la demanda que de la oferta, se situó en febrero en 99,8 \$/barril de media mensual, el mayor registro desde agosto de 2014. En los días posteriores al inicio de la guerra llegó a sobrepasar los 130 \$/barril y, aunque con posterioridad se ha suavizado ante la posibilidad de mayor producción en Venezuela e Irán, el precio medio en marzo oscila alrededor de los 122 \$/barril, que de mantenerse sería el máximo desde marzo de 2012.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Economía española

Cambio de escenario ante el conflicto bélico de Europa del Este sin recuperar los niveles precrisis

La guerra entre Rusia y Ucrania está afectando a la economía española, a través de un aumento de la incertidumbre, de subidas adicionales de los costes y de la inflación, algunos de ellos en máximos históricos, y previsiblemente un menor crecimiento del PIB. Y todo ello en un momento donde la actividad no ha recuperado los niveles anteriores a la crisis provocada por la pandemia, sobre todo, en aquellos sectores más afectados por las restricciones a la actividad y movilidad. Los canales de transmisión de la crisis del Este de Europa hacia la economía española se especifican con detalle en el recuadro de este informe titulado “El conflicto Rusia – Ucrania: canales de transmisión a la economía española”.

Aunque es muy difícil cuantificar el impacto real del conflicto en cada una de las magnitudes económicas, puesto que depende de la duración e intensidad de este, no cabe duda de que el escenario económico que se dibuja para 2022 se caracteriza, en cierto modo, por la vuelta de los “viejos” desequilibrios macroeconómicos (elevada inflación, posible déficit en la cuenta corriente), a los que hay que añadir aquellos que todavía no se habían corregido (altos niveles de déficit público, deuda pública y tasa de desempleo).

Por lo tanto, el crecimiento será menor del anticipado hace tan solo un mes, siendo muy complicado que el PIB supere el 5% de crecimiento este año, lo que lleva a reducir también la previsión para 2023, a no ser que la situación de crisis se solvete en el corto plazo y haya un rebote significativo de la actividad y una notable reducción de los costes. Un escenario factible de crecimiento del PIB podría situarse entre el 4 y 5% en 2022 (4,7% es la estimación de CEOE), suponiendo que el conflicto no se va a alargar en el tiempo. De hecho, la OCDE ha señalado que España se encuentra entre los países menos expuestos de Europa al conflicto.

No cabe duda de que la principal vulnerabilidad de la economía española sigue siendo nuestro elevado endeudamiento exterior debido a los niveles de la deuda pública (118,7% del PIB a finales de 2021). Cualquier cambio en el sentimiento de los mercados financieros sobre la capacidad de la economía española de pagar la deuda, puede provocar un aumento de la prima de riesgo, lo que elevará significativamente nuestros costes financieros.

Demanda y actividad

El primer trimestre se ve lastrado por la sexta ola y el aumento de la inflación y la incertidumbre

En el inicio de 2022 ya se preveía un primer trimestre de desaceleración debido a los factores que venían limitando la actividad desde finales del pasado ejercicio. En concreto, la sexta ola de la pandemia, el aumento de los precios de materias primas, las dificultades de suministro de materiales y componentes o el encarecimiento del transporte siguen suponiendo elementos limitativos para la actividad de muchas industrias.

El estallido de la guerra en Ucrania a finales de febrero ha supuesto un factor de riesgo adicional, que ha venido a configurarse como el más preocupante para el año en curso y que podría lastrar la recuperación prevista para 2022, ahora que parecía que la pandemia comenzaba a remitir.

Entre los efectos derivados del conflicto que se están observando se encuentra, fundamentalmente, un aumento adicional de los precios energéticos, que ya estaban creciendo a ritmos muy notables. Este incremento de los costes energéticos está teniendo tanto impacto en determinadas actividades económicas que para algunas resulta casi inviable su funcionamiento normal, lo que está provocando la paralización de determinados centros productivos.

Por otro lado, la incertidumbre sobre la duración, la intensidad o las consecuencias del conflicto hará que la confianza sufra un cierto deterioro, si bien todavía, con datos hasta el mes de febrero, no se ve reflejado. En concreto, durante los dos primeros meses la confianza de los consumidores y de los sectores mostró una mejoría con respecto a los últimos meses del año pasado. Las mejores perspectivas económicas y en lo que respecta a la evolución de la pandemia estaban apoyando esa mejora de la confianza. También los PMI de servicios habían mejorado significativamente en el mes de febrero, tras el descenso del mes de enero, cuando llegaron a situarse de nuevo por debajo del nivel 50. El PMI de manufacturas se ha mantenido apenas invariable respecto a diciembre, pero ya viene acusando un gradual deterioro en los meses anteriores, debido a los factores comentados anteriormente.

En los primeros meses de 2022 se espera que el consumo de las familias continúe avanzando, si bien la elevada inflación supondrá cierto lastre al reducir la capacidad de compra. En este sentido, las ventas interiores de grandes empresas en enero mostraron avances positivos en lo que respecta a bienes, pero un

retroceso en las referidas a servicios. Los índices de comercio al por menor también registraron crecimientos significativos durante el mes de enero en términos nominales, pero, una vez deflactados, anotan una ligera caída. En lo que respecta a las matriculaciones, en febrero aumentaron un 6,6% interanual, impulsadas por las compras de particulares, si bien todavía supone un ritmo débil de recuperación y se encuentran un 40% por debajo de los niveles prepandemia. Las dificultades de producción por la escasez de componentes, lo que se puede ver aún más agravado por la guerra de Ucrania, y la debilitada demanda, continúan dando lugar a unas matriculaciones muy contenidas, similares a las registradas en 2021.

Desde el punto de vista del sector exterior, la información disponible para el mes de enero muestra una evolución mucho más dinámica de las importaciones de bienes sobre la de las exportaciones en términos nominales, debido al incremento de precios de las importaciones. Así, las exportaciones aumentaron un 24,6% interanual (un 7,4% en volumen) y las importaciones un 42,2% interanual (un 16,7% en volumen). El resultado de estos flujos fue un déficit comercial en este mes de -6.122,9 millones de euros, frente a los -1.769,1 millones de enero de 2021. Según los datos de Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, para el conjunto de 2021, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente fue de 8,4 miles de millones en 2021, inferior a los 9,3 miles de millones acumulados el mismo mes del año anterior. La mejora del saldo de turismo (11,3 miles de millones) fue compensada por el descenso del saldo de bienes y servicios no turísticos (-10,7 miles de millones) y por el de la renta primaria y secundaria (-1,4 miles de millones).

Los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas vio frenada su recuperación en el mes de enero debido al incremento de la incidencia de la sexta ola, retrocediendo con respecto al registro de diciembre, que ya había mostrado cierto deterioro. En enero, la entrada de turistas internacionales se situó en 2,5 millones de turistas, 4,7 veces la cifra del año anterior, aunque todavía se sitúa un -39% por debajo de los turistas de enero de 2020, antes del comienzo de la pandemia. La evolución de la entrada de turistas desde el mes de noviembre viene a suponer un paso atrás en el proceso de recuperación de la actividad del sector, que había llegado a alcanzar cifras de entrada de turistas del orden del 70% de los niveles previos a la crisis y ha vuelto a descender hasta un 60% aproximadamente. Del mismo modo, el gasto total realizado por los turistas internacionales en enero alcanzó los 3.027 millones de euros, lo que supone todavía un descenso del -36,6%, respecto a 2020.

Mercado laboral

La recuperación del empleo continúa en 2022, aunque con menor intensidad que en 2021

En los primeros meses de 2022, la creación de empleo ha perdido intensidad frente al dinamismo que se observó en 2021, dado que se aprecia cierta normalización en el comportamiento del mercado laboral, según la evolución de la afiliación a la Seguridad Social, tras un año 2021 en el que el empleo creció notablemente, con sorpresas positivas en algunos meses. Sin embargo, esto no evita que los niveles de afiliados actuales, incluso en términos efectivos, se consoliden por encima de los registrados antes del estallido del Covid.

Con vistas a los próximos meses, a los factores previos existentes que invitaban a la cautela sobre el comportamiento del mercado laboral este año, como una recuperación desigual por sectores, una cifra elevada de parados, un colectivo de más de 100.000 trabajadores en ERTE o la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, se ha unido en las últimas semanas el impacto que pueda tener el conflicto en Ucrania sobre la economía y el mercado laboral en nuestro país.

Al inicio del año, las perspectivas apuntaban a una creación menos intensa del empleo en 2022 frente a 2021 y también en comparación con el crecimiento previsto del PIB para este año. Tras el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania, CEOE ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento económico y de empleo. Así, ahora espera que el empleo en términos EPA aumente un 2,1% en media anual en 2022 y que crezca un 1,8% en 2023, lo que supone, cinco décimas y una décima menos que la previsión anterior, respectivamente. Mientras, la tasa de paro seguirá descendiendo, aunque de forma más lenta que la prevista hace unas semanas, y se situará en el 13,9% en 2022, y en el 13,1% en 2023. No obstante, estas previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, en función de cómo evolucione el conflicto en Ucrania.

En febrero, la afiliación a la Seguridad Social aumentó en 67.111 puestos de trabajo en media mensual, cifra muy similar al incremento medio registrado en este mes en el periodo 2014-2021. De este modo, parece que el empleo tiende a recuperar cierta normalidad en las variaciones mensuales, tras un año 2021 en el que durante varios meses se produjeron crecimientos del empleo que fueron máximos históricos. La afiliación aumentó en febrero tanto en el sector público como en el privado, en 21.185 y 45.926 cotizantes, respectivamente. En términos desestacionalizados, los afiliados aumentaron por décimo mes consecutivo. En concreto, en febrero crecieron en 37.726 empleos, por lo que continúa la tendencia de crecimientos más moderados iniciada a finales de 2021. Además,

Las primeras estimaciones del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones apuntan a un incremento en marzo de la afiliación corregida de variaciones estacionales de 30.520 personas, continuando así la desaceleración de la creación de empleo (en términos corregidos) de los últimos meses.

El número de trabajadores que permanecen en ERTE (por fecha de alta) ha vuelto a descender en febrero, aunque se observa que en los tres últimos meses se ha frenado el ritmo de caída con respecto al registrado a lo largo de 2021. En concreto, en febrero 8.941 trabajadores dejaron de estar en ERTE, hasta situarse la cifra total en 119.028 personas en media mensual. Según los datos publicados recientemente por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, en la primera mitad de marzo el número de trabajadores en ERTE podría haber caído en casi 13.000 personas con respecto a finales de febrero. Por su parte, el número de autónomos que perciben prestaciones extraordinarias aumentó en febrero por cuarto mes consecutivo, hasta alcanzar un total de 111.331 personas el pasado 21 de febrero, última fecha con datos publicados.

La afiliación a la Seguridad Social aumenta un 2,3% con respecto a los niveles de febrero de 2020, justo antes del estallido de la pandemia. Descontando las 119.028 personas que permanecen en ERTE, la afiliación efectiva es un 1,7% superior a las cifras de hace dos años, lo que supone 325.015 ocupados más. Sin embargo, los resultados difieren según sea el sector público o el privado. La afiliación en el sector público supera a la de febrero de 2020 en un 9,7% (+249.884 empleos). Mientras, la afiliación efectiva en el sector privado es un 0,5% mayor que los niveles de hace dos años, lo que supone 75.130 puestos de trabajo.

El paro registrado ha tenido una evolución favorable en febrero, ya que se ha producido un descenso de 11.394 personas, lo que supone la mayor caída en este mes desde 2015. Así, la cifra total de desempleados se sitúa en 3.111.684 personas. Al mismo tiempo, cabe destacar el notable repunte de la contratación indefinida, que representa el 21,9% del total de contratos realizados en febrero, frente a una media en torno al 10% en este mismo mes en años anteriores, y supone un máximo histórico en este sentido.

Según estimaciones del departamento de Economía de CEOE a partir del avance del dato de marzo del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, el balance del empleo en el primer trimestre de 2022 será positivo, aunque la creación de empleo será significativamente menos intensa que en el cuarto trimestre de 2021. En concreto, se estima que la afiliación efectiva (descontando ERTE) corregida de estacionalidad aumentará en torno a un 1,1% intertrimestral en el primer trimestre, prácticamente la mitad del incremento del 2,1% registrado en el cuarto trimestre del año pasado.

Inflación

El IPC de febrero se situó en el 7,6%, debido al aumento de los precios energéticos

En febrero, la inflación repuntó de nuevo hasta el 7,6%, la tasa más elevada desde diciembre de 1986. El encarecimiento de los productos energéticos continúa siendo el principal elemento alcista. En este dato de IPC continúa existiendo un significativo componente de “efecto base”, ya que en febrero de 2021 la inflación fue nula (0,0%).

La inflación subyacente aumenta seis décimas, situando su tasa de variación en el 3,0% interanual en febrero, más de 4 puntos y medio por debajo del IPC general. Dentro del componente subyacente, los precios de los Servicios aumentan su ritmo interanual en tres décimas hasta el 2,0%; los precios de los Bienes industriales sin productos energéticos incrementan en seis décimas su tasa de variación hasta el 3,0%; y los Alimentos con elaboración, bebidas y tabaco aceleran su tasa interanual 1,3 puntos hasta el 5,3%, destacando el aumento de aceites y grasas (28,1%).

Los precios de los Alimentos sin elaboración disminuyen en dos décimas su tasa de variación interanual hasta el 5,0%. Destaca el incremento de los precios de todos los tipos de carne, especialmente la de ovino (9,5%), los cereales (8,2%) o la leche (8,8%).

Los precios de los productos energéticos alcanzaron una tasa interanual del 44,3% en febrero, frente al 33,0% de enero, impulsados por el alza del precio de las materias primas energéticas. En febrero, el precio del petróleo se situó en promedio en 99,8 \$/barril, lo que supuso un incremento del 59% en términos interanuales. Tras la invasión rusa de Ucrania, los precios llegaron a situarse por encima de 130 \$/barril, pero en los últimos días se están suavizando por los compromisos de Rusia y la OPEP de garantizar el suministro acordado.

En 2022, la inflación se verá muy condicionada por la evolución y duración del conflicto entre Rusia y Ucrania y las sanciones económicas impuestas por la Unión Europea a Rusia, que pueden tener repercusiones significativas sobre el precio de algunas materias primas, entre otras, gas, petróleo, cereales o aceites. A ello se unen otros factores que ya estaban impulsando la inflación, como los efectos base provocados por la pandemia, las dificultades de aprovisionamiento o el intenso crecimiento de los precios de algunos bienes intermedios. Todo ello, mantendrá elevada la inflación los próximos meses, pero se espera que vayan remitiendo en intensidad al final del año.

Sector Público

El déficit público podría cerrar 2021 en el entorno del -7% del PIB

Hasta finales de noviembre, el déficit del agregado de Administraciones Públicas sin incluir la Administración Local ha sido inferior en un 37,9% al del mismo periodo de 2020. En términos de la ratio de déficit sobre PIB se sitúa en el -4,6%, significativamente por debajo del mismo periodo del año anterior (-8,0% del PIB). En 2021, el déficit público podría cerrar en el entorno del -7% del PIB.

El saldo primario (descontando los intereses devengados) sigue siendo negativo, con un déficit equivalente al -2,7% del PIB, lo que supone un notable retroceso respecto a 2020 (-6% del PIB).

Los diferentes niveles de la Administración han tenido un comportamiento dispar entre ellas, aunque siguiendo la tendencia observada en 2020. La Administración Central es la que concentra el mayor desequilibrio debido a las transferencias que lleva a cabo el Estado a las CCAA al margen de las relacionadas con el sistema de financiación. Así, mientras el déficit de la primera se sitúa en el -5,4% del PIB en los primeros once meses del año 2021, la Administración Regional ha obtenido un superávit del 0,7% del PIB y la Seguridad Social del 0,1% del PIB.

El conjunto de los gastos muestra cierta contención, con un crecimiento del 2,7%. Según la IGAE, el gasto asociado a la COVID-19 se sitúa en el entorno de los 28.000 millones a finales de noviembre de 2021, lo que implica un descenso de algo más del 25,0% respecto al mismo periodo de 2020. Entre los gastos que suben cabe destacar los consumos intermedios (5,8%), en donde se incluye las vacunas, la remuneración de los asalariados (5,7%) y también la Formación Bruta de Capital fijo (11,1%).

Esto explica una parte de la reducción del desequilibrio fiscal en este periodo, si bien hay que tener en cuenta el dinamismo de los ingresos. De hecho, en todos los niveles de la administración cabe destacar la fortaleza de los ingresos ligados a la recuperación económica, el aumento de los fondos procedentes de la UE, de las tasas, y también de las cotizaciones en el caso de la Seguridad Social. Del total de los recursos no financieros, los ingresos por impuestos han aumentado un 15,6%, lo que supone un 5,3% más si se compara con los ingresos por impuestos del mismo periodo de 2019.

Previsiones

Previsiones económicas para España						
(actualización marzo 2022)						
Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB	2,3	2,1	-10,8	5,0	4,7	3,9
<i>Gasto en consumo privado</i>	1,8	0,9	-12,2	4,7	3,6	3,2
<i>Gasto en consumo público</i>	2,3	2,0	3,3	3,0	3,0	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	6,3	4,5	-9,5	4,1	7,0	6,0
<i>-Activos fijos materiales</i>	7,5	5,8	-10,5	3,8	6,7	6,5
<i>Construcción</i>	9,5	7,1	-9,6	-3,0	3,4	5,0
<i>Bienes de equipo y act. Cultivados</i>	4,6	3,7	-12,1	15,2	11,0	8,4
<i>-Activos fijos inmateriales</i>	1,1	-1,5	-4,3	5,6	8,5	4,1
<i>Demanda interna (*)</i>	2,9	1,6	-8,6	4,7	3,8	3,4
<i>Exportaciones</i>	1,7	2,5	-20,1	13,4	11,1	6,7
<i>Importaciones</i>	3,9	1,2	-15,2	12,8	8,9	5,4
<i>Demanda externa (*)</i>	-0,6	0,5	-2,2	0,3	0,8	0,5
PIB corriente	3,5	3,4	-9,7	7,1	8,2	4,9
Deflactor del PIB	1,2	1,3	1,1	2,2	3,5	1,0
IPC (media anual)	1,7	0,7	-0,3	3,1	5,9	1,0
IPC (dic/dic)	1,2	0,8	-0,5	6,5	2,8	1,0
IPC subyacente (media anual)	0,9	0,9	0,7	0,8	2,8	1,6
Empleo (CNTR) (**)	2,2	2,6	-7,6	6,7	3,6	2,2
Empleo (EPA)	2,7	2,3	-2,9	3,0	2,1	1,8
Tasa de Paro (EPA) (% población Activa)	15,3	14,1	15,5	14,8	13,9	13,1
Productividad	0,1	-0,5	-3,5	-1,7	1,0	1,7
Remuneración por asalariado	1,8	2,6	1,3	-0,6	2,0	1,8
Coste laboral unitario (CLU)	1,7	3,1	5,0	1,1	1,0	0,1
Balanza por Cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,0	0,8	0,7	0,0	0,5
Déficit público (% PIB)	-2,5	-2,9	-11,0	-7,3	-6,3	-4,8
Tipos de interés EE.UU. (dic)	2,50	1,75	0,25	0,25	2,00	2,75
Tipos de interés Eurozona (dic)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Petróleo Brent (\$)	52,1	43,3	54,3	70,9	112,8	95,5

Fuente: CEOE, INE, Banco de España, Eurostat

(*) Aportación al crecimiento

(**) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

El conflicto Rusia – Ucrania: canales de transmisión a la economía española

La situación de tensión geopolítica entre Rusia y Ucrania está repercutiendo en la economía mundial y, como no podía ser de otro modo, en la economía española, introduciendo una mayor incertidumbre, aumentos adicionales y significativos de costes energéticos y previsiblemente un menor crecimiento del PIB.

En la fecha de realización de este informe es muy difícil cuantificar las consecuencias económicas, ya que dependen de la duración e intensidad del conflicto y de las repercusiones que pueda tener esta situación en la política económica en general, incluyendo el comercio internacional y la política energética. Por ello, en este recuadro se van a exponer los posibles canales de transmisión de esta situación en el Este de Europa, ofreciendo algún rango del impacto en diferentes variables macroeconómicas en nuestro país y distinguiendo entre los efectos en el corto y medio plazo.

Canales de transmisión del conflicto a corto plazo:

1. La **inflación**, que está aumentando a ritmos históricos, principalmente, por el encarecimiento de los precios energéticos, las materias primas y el transporte.

El conflicto de Rusia con Ucrania supone un claro riesgo al alza adicional para la inflación en 2022 si se extiende en el tiempo. Aunque los fundamentos indican que las altas tasas de inflación se van a corregir, existe el riesgo de que ese repunte no sea transitorio. Así, si se prolonga la situación de guerra, el encarecimiento de las materias primas energéticas puede provocar una traslación todavía mayor a los precios finales.

La inflación en España puede situarse entre un rango comprendido entre el 5% y el 7%, alcanzando máximos en los meses de primavera. Una vez que la crisis remita y los precios de la energía y de las materias primas se normalicen, sus efectos base desaparecerían y la inflación comenzaría a moderarse sustancialmente. De este modo, las previsiones para 2023 apuntan a crecimientos en el entorno del 1-2%.

Una de las claves en este momento es no iniciar una espiral precios – salarios. En los agentes sociales está la responsabilidad de que no se produzcan efectos de segunda ronda en la economía a través de la negociación colectiva de los salarios, donde la moderación y la prudencia tienen que jugar un papel clave. Dicha espiral perjudicaría claramente al bienestar de los trabajadores, la viabilidad de las empresas y la capacidad de maniobra del sector público. En general, se produciría una pérdida de la competitividad de la economía española, que perjudicaría la recuperación económica en el corto plazo y a la

sostenibilidad del crecimiento a medio y largo plazo. Entonces nos encontraríamos con un escenario de menor crecimiento, menor creación de empleo y mayor inflación.

2. **La confianza.** La situación de aumento de las incertidumbres que pesan sobre la economía minará la confianza de los consumidores y de los sectores empresariales, lo que llevará a los agentes a retrasar o cancelar sus decisiones de inversión y consumo. Ello dará lugar a un menor avance de la demanda interna y con ello un menor crecimiento económico.
3. **Sector exterior.** En términos de comercio de bienes, las relaciones de España con Rusia y Ucrania son limitadas. Las exportaciones totales a Rusia de productos españoles suponen un 0,7% del total y las exportaciones españolas a Ucrania suponen solamente un 0,2% del total, por lo que el impacto directo sobre la balanza de bienes sería bastante contenido.

No obstante, el mayor aumento de los precios energéticos derivado del conflicto sí tendrá un impacto muy significativo sobre nuestra balanza de bienes energéticos, con el consiguiente deterioro de la balanza comercial. España se caracteriza por una elevada intensidad importadora de productos energéticos y, en particular, de petróleo. Es decir, requiere una mayor importación neta de productos energéticos por cada unidad de PIB producida. Este hecho se refleja en un deterioro más intenso de la balanza por cuenta corriente ante aumentos de los precios de los productos energéticos. Aunque durante las últimas décadas hemos asistido a una mejora de la eficiencia energética, que ha reducido el impacto del incremento de precios sobre nuestra balanza corriente, este todavía es significativo.

El impacto sobre la balanza comercial este año y los próximos dependerá mucho del mantenimiento de los precios en los niveles actuales. En un escenario en que los precios energéticos (petróleo, gas y electricidad) se situasen en promedio un 50% por encima de los alcanzados durante 2021, el impacto directo sobre la balanza comercial podría ser de aproximadamente 1 punto de PIB. Este hecho podría hacer que la economía española prácticamente dejase de registrar superávit en su balanza por cuenta corriente tras 9 años de cifras positivas.

4. **Turismo.** En 2019, los turistas procedentes de Rusia eran el 1,6% sobre el conjunto de los 83 millones de turistas que llegaron a España en ese año. El impacto directo de estos mercados emisores no es relevante para el sector turístico en nuestro país, pero la situación de tensión e incertidumbre puede frenar los movimientos internacionales de pasajeros y con ello interrumpir la recuperación del sector, que ya fue más lenta de lo esperado en 2021 y podría pasar lo mismo en 2022. Con todo, España tiene la ventaja de ser considerada un destino seguro y esto puede favorecer en cierta medida la llegada a nuestro país de turistas procedentes de nuestros socios europeos.

- 5. Restricciones a la producción en el sector industrial.** Además del alto precio de la energía, las dificultades de suministros y los problemas en el transporte están generando cuellos de botella en muchas ramas industriales, provocando retrasos e incluso paralizaciones de la actividad en algunos sectores. Los expertos apuntan que esta situación puede prolongarse durante la primera mitad de 2022, pero también depende de la situación en el Este de Europa. Según el Banco de España, las disrupciones en las cadenas globales de suministro podrían provocar una reducción de la tasa de crecimiento del PIB español de entre cinco y nueve décimas en 2022.

Canales de transmisión del conflicto en el Este de Europa a largo plazo

- 6. Aumento de los costes de financiación de la deuda pública.** El BCE está modificando su política monetaria, con la idea de reducir el impulso que se venía dando desde la aparición de la pandemia. De cara a los costes de financiación del sector público, esto implica que, frente a la situación de estos dos últimos años, en los que el BCE ha estado comprando prácticamente toda la emisión de deuda, para el año 2022 estas compras podrían ser mucho menores, por lo que habrá que acudir más a mercados internacionales donde los tipos están subiendo. Esto podría aumentar la prima de riesgo país y encarecer los costes de financiación del sector público.
- 7. Que se retomen las reglas fiscales,** aunque dada la situación actual de incertidumbre por el conflicto, el escenario más probable es retrasar la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De este modo, se podrían seguir implementando políticas fiscales expansivas para amortiguar los efectos de la guerra. Si entrasen en vigor las reglas fiscales en un momento de recuperación incompleta de la economía española, el ajuste que debería hacer el sector público sería muy acusado, dados los niveles de déficit y deuda pública de la economía española.

En resumen, el impacto a la baja en el crecimiento es claro en el corto plazo, aunque es muy difícil de cuantificar todavía. La mayoría de los analistas apuntan a una reducción de 3 o 4 décimas de crecimiento en 2022, pero si se alarga el conflicto, el impacto podría ser de 1 punto. Nuestro escenario central de previsión del 5,3% para 2022 se ha revisado a la baja en torno a medio punto hasta un 4,7% para 2022 y 3,9% para 2023. Con todo, no se puede perder de vista que las palancas de crecimiento siguen estando presentes y pueden amortiguar los sesgos a la baja. Entre ellas sobresalen la ejecución de los fondos europeos, las políticas expansivas (fiscal y monetaria), el ahorro embalsado por los hogares y cierta recuperación del turismo al considerarse España un destino seguro. Otra de las claves también es la magnitud de los desequilibrios macroeconómicos (y su grado de desviación de lo que se considera estabilidad macroeconómica), que pudiera dar lugar a cambios en las políticas económicas para reconducir los mismos en un contexto para la economía española de lenta recuperación, elevado endeudamiento y alta tasa de desempleo.