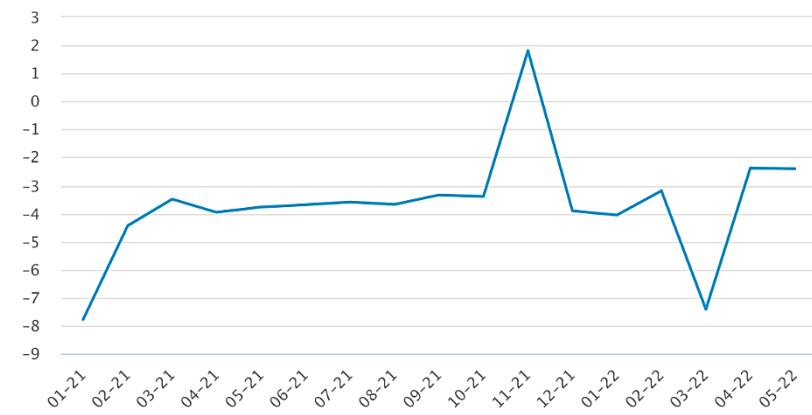


Economía española

El consumo en España aguanta a pesar del aumento de precios, mientras que el avance de la actividad en el sector industrial se modera. Tras el fuerte rebote que experimentó en abril (+5,4% intermensual), en mayo, el índice de ventas minoristas se mantuvo plano respecto al mes anterior (en términos reales). Por productos, los avances en alimentación y equipo del hogar (+0,6% y +0,5%, respectivamente) fueron compensados por el retroceso en equipo personal (-2,8% intermensual). A pesar de la resiliencia que muestra el indicador, el impacto del aumento de la inflación es patente: mientras que en términos reales el indicador en mayo se situaba un 2,4% por debajo del nivel promedio de 2019, en términos corrientes se emplazaba un 13,1% por encima. Por su parte, en junio, el índice de sentimiento empresarial (PMI) para el sector manufacturero disminuyó su registro en 1,2 puntos hasta los 52,6 puntos, un registro superior al nivel indicativo de crecimiento (50 puntos), pero que denota una moderación en el ritmo de expansión del sector. Así, el sector acusa el entorno de elevada inestabilidad, las disruptivas en las cadenas de suministro y el fuerte aumento de los precios de los insumos, aunque en esta última iteración se percibió una mejora en los plazos de entrega de los proveedores.

España: ventas minoristas

Variación respecto al promedio de 2019 (%)



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

La inflación general subió hasta el 10,2% en junio (8,7% en mayo) según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. Por su parte, la inflación subyacente que publica el INE (que excluye los componentes de energía y alimentos no elaborados) aumentó hasta el 5,5% (4,9% en mayo). Si bien el dato de inflación subyacente apenas ha sorprendido levemente al alza, el dato de inflación general ha supuesto una sorpresa al alza significativa con respecto a nuestras previsiones. La sorpresa se debió al avance en los componentes no subyacentes, donde destacaron el repunte en el precio de los alimentos y una subida en los precios de los carburantes. Por la parte subyacente, destacó el fuerte incremento de los precios ligados al turismo (alojamiento y hostelería) (véase la [Nota Breve](#)). En la eurozona, por su parte, el aumento en la inflación general fue más contenido (de 0,5 p. p. hasta el 8,6%) y la inflación sin los componentes de energía así como los alimentos no elaborados aumentó 2 décimas hasta el 4,6%. Creemos que en los próximos meses podríamos observar tasas más elevadas todavía, lo que daría soporte al BCE a subir los tipos de interés en 25 p. b. en la reunión del 21 de julio y de forma más agresiva en la de septiembre (véase la [Nota Breve](#)).

Los datos de ejecución apuntan a un déficit público menor que en 2021 mientras la Comisión Europea da luz verde al segundo pago del NGEU. El déficit del Estado se situó en el 1,4% del PIB en enero-mayo, un registro 1,5 p. p. inferior al de mayo de 2021 (con datos hasta abril, el déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las Corporaciones locales, fue del 0,6% del PIB). La mejora se debe tanto al elevado crecimiento de los ingresos tributarios (+20,1% interanual en el acumulado hasta mayo con un crecimiento del IVA del 22,8%) como a la reducción del gasto del Estado, como consecuencia de la menor presión ejercida por la pandemia (-3,3% interanual). Aunque estos datos apuntan a un menor déficit en 2022 que en 2021, son poco extrapolables de cara al dato del conjunto del año, puesto que reflejan una pequeña parte de las medidas de los dos planes de choque para mitigar los efectos de la elevada

inflación (con un impacto total en el déficit en torno al 1% del PIB) y no incorporan todavía las pagas extras de funcionarios y pensionistas. Por otra parte, la Comisión Europea ha dado luz verde al segundo desembolso de fondos NGEU (12.000 millones de euros) tras evaluar positivamente las reformas realizadas en el segundo semestre de 2021, entre las que destaca la laboral para reducir la elevada temporalidad de nuestro mercado de trabajo.

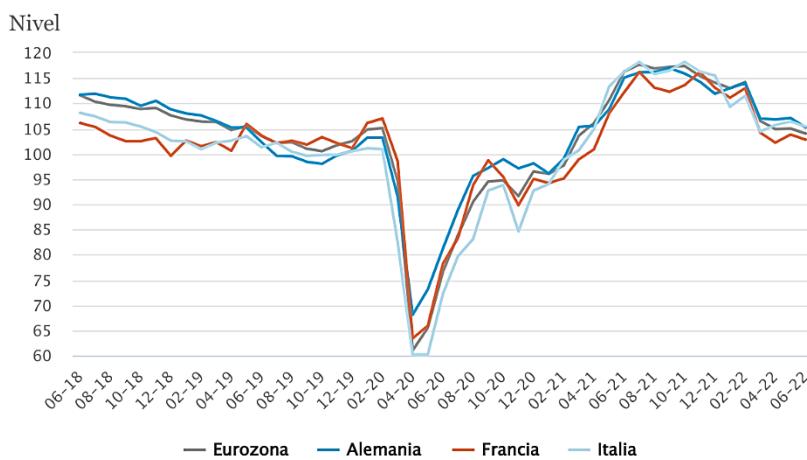
La tasa de ahorro española se redujo en el 1T 2022. La tasa de ahorro de los hogares se situó en el 7,5% de la renta bruta disponible (dato estanco, corregido por estacionalidad). Se trata de un registro más bajo que el del trimestre anterior (9,6%), pero similar a los niveles prepandemia (7,4% en el 1T 2019), y que se corresponde con un crecimiento del consumo (14,0%) muy superior al de la renta bruta de las familias (3,8%). Por su parte, en el conjunto de los últimos cuatro trimestres la tasa de ahorro desciende al 9,2% desde el 11,4% del 4T 2021.



Economía internacional

Los índices de sentimiento económico de la eurozona anticipan un enfriamiento de la actividad después del verano. El indicador elaborado por la Comisión Europea cayó en junio (104 vs. 105) debido, sobre todo, al fuerte deterioro que sigue sufriendo la confianza de los consumidores, que desde marzo permanece cerca de los niveles registrados al inicio de la pandemia. Por su parte, las expectativas de precios de todos los agentes se mantienen cerca de máximos históricos, aunque parece que confían en que el pico de inflación ya se haya tocado. Sin embargo, los riesgos a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación se han incrementado: se teme que Rusia no restablezca el flujo de gas a

Eurozona: índice de sentimiento económico



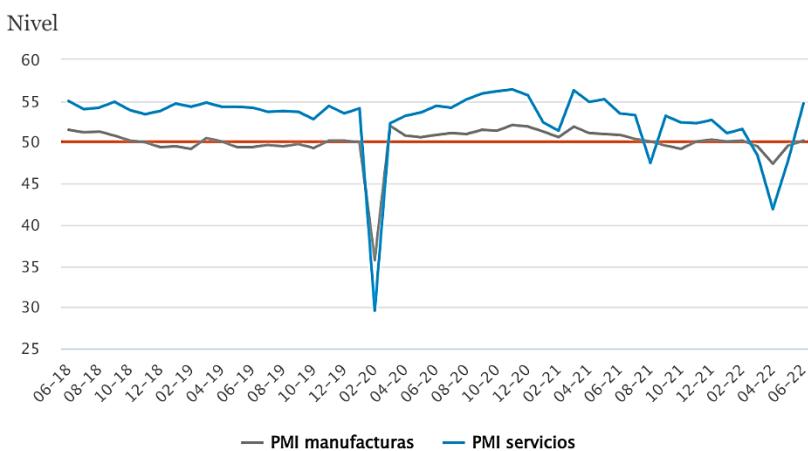
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Europa, tras el cierre anunciado del gaseoducto de Gazprom desde el 11 de julio «por tareas de mantenimiento». Además, empiezan a sentirse las consecuencias de las restricciones ya en curso en el suministro de gas: la gasística alemana Uniper ha solicitado un rescate al Gobierno, al tiempo que otras empresas del sector piden que se suban los impuestos a los consumidores para compensarles por el aumento de gastos que asumen al buscar nuevos proveedores de gas y evitar la quiebra del sector.

Los indicadores de actividad de EE. UU. siguen mostrando una ralentización a finales del 2T. El índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board cayó considerablemente en junio (hasta los 98,7 puntos), el mínimo nivel desde febrero de 2021. El deterioro estuvo fuertemente influido por la caída en el componente de expectativas: los consumidores están anticipando una ralentización significativa de la economía estadounidense ante un entorno de elevadas tasas de inflación. Por su parte, tanto el índice de manufacturas elaborado por la Fed de Richmond como el índice de sentimiento empresarial ISM de manufacturas descendieron en junio. En concreto, el ISM se emplazó en los 53,0 puntos (56,1 puntos en mayo), todavía por encima del límite de los 50 puntos, pero claramente mostrando una tendencia descendente.

Los índices de sentimiento chinos de junio se recuperan con vigor, pero los riesgos se mantienen. Tanto el PMI de manufacturas de Caixin como el de fuentes estadísticas oficiales mejoraron en el mes, especialmente el primero (Caixin +3,6 puntos, hasta los 51,7 puntos; oficial +0,6 puntos, hasta los 50,2). La mejora del PMI de servicios oficial fue incluso más abultada (+6,9 puntos, hasta los 54,7), claramente por encima del límite de los 50 puntos y el nivel más alto en los últimos 13 meses. Sin duda, el levantamiento de numerosas de las restricciones impuestas ante los rebrotes ocurridos en marzo y abril han apoyado los incrementos. Se trata de una mejora esperada, aunque algo superior a la que habíamos previsto. Aun así, los riesgos son importantes, en especial ante la política de COVID cero que sigue el país.

China: indicadores de actividad



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

En Portugal, indicadores mixtos en un entorno de precios elevados. En junio, el índice de sentimiento económico de los consumidores se deterioró, mientras que el del sector manufacturero mejoró. En el caso de los consumidores, el deterioro fue generalizado para todos los componentes del índice, aunque fue especialmente acusado en el de perspectivas. Por su parte, el sector turístico sigue recuperándose, tal y como muestran las cifras del número de huéspedes de mayo. En este contexto, los precios siguen avanzando de forma muy considerable. Así, la inflación se situó en el 8,7% en junio (frente al 8,0% de mayo). Se trata del valor más alto desde diciembre de 1992. El índice de productos energéticos sigue liderando este incremento con una elevadísima subida interanual del 31,7% (27,3% en mayo).

Mercados financieros

El pesimismo de los inversores se acrecienta. El temor de los inversores a una posible recesión económica, provocada por el ajuste monetario de los bancos centrales en su intento de contener la escalada de la inflación, se vio reforzado con la publicación de varios datos económicos que apuntaban a un incipiente deterioro del crecimiento económico, en especial en las economías avanzadas (véase la sección de Economía internacional). La flexibilización de las restricciones a la movilidad en China y la mejora de las encuestas de actividad en el gigante asiático no fueron argumentos suficientes para evitar que los mercados financieros concluyeran el trimestre con el peor comportamiento desde marzo de 2020. En los mercados de deuda soberana, la aversión al riesgo y las declaraciones de varios miembros de la Fed en clave *hawkish* provocaron el descenso de la rentabilidad del *treasury* a 10 años a niveles del 2,88% y el aplanamiento de la pendiente de la curva. En la eurozona, el movimiento de las curvas fue similar, aunque más moderado. Las palabras de Christine Lagarde (BCE), en el Foro de Bancos Centrales celebrado en Sintra, reafirmando el *guidance* de la política monetaria en la reunión de julio (se espera un aumento de los tipos de 25 p. b.) y la pronta puesta en marcha de la herramienta de compra de bonos para contener las primas de riesgo de la periferia, amortiguaron la volatilidad en las rentabilidades. En la renta variable, el temor a una posible recesión económica aceleró la rotación de las carteras hacia valores más defensivos, aunque no evitó que las pérdidas se volvieran a imponer en los principales índices bursátiles. Asimismo, en el mercado de *commodities* los precios de los metales industriales se abarataron arrastrados por las dudas sobre su demanda futura, mientras que los precios energéticos siguieron manteniendo el pulso. Por una parte, el precio del barril de Brent acabó sobre los 112 dólares, entre el debate de una menor demanda energética y la oferta acotada por parte de los países productores. Por otra, el gas natural europeo (TTF holandés) escaló hasta los 148 euros/MWh en medio de la incertidumbre sobre el futuro de las exportaciones de gas ruso a Europa en los próximos meses.

		1-7-22	24-6-22	Var. semanal	Acumulado 2022	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	-0,18	-0,22	4	40	37
	EE. UU. (Libor)	2,29	2,23	+6	208	215
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	0,96	0,98	-1	146	145
	EE. UU. (Libor)	3,56	3,54	+2	298	332
	Alemania	1,23	1,44	-21	141	147
Tipos 10 años	EE. UU.	2,88	3,13	-25	137	146
	España	2,27	2,55	-28	171	190
	Portugal	2,27	2,52	-25	181	192
Prima de riesgo (10 años)	España	104	111	-7	30	44
	Portugal	104	108	-4	40	46
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		3.825	3.912	-2,2%	-19,7%	-12,1%
Euro Stoxx 50		3.448	3.533	-2,4%	-19,8%	-15,6%
IBEX 35		8.176	8.244	-0,8%	-6,2%	-8,2%
PSI 20		6.052	6.030	0,4%	8,7%	17,6%
MSCI emergentes		993	1.011	-1,8%	-19,4%	-26,7%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,041	1,055	-1,3%	-8,4%	-12,2%
EUR/GBP	libras por euro	0,862	0,860	0,2%	2,4%	0,4%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,702	6,690	0,2%	5,4%	3,5%
USD/MXN	pesos por dólar	20,263	19,869	2,0%	-1,3%	2,5%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		117,1	121,3	-3,4%	18,1%	23,3%
Brent a un mes	\$/barril	111,6	113,1	-1,3%	43,5%	47,8%

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