

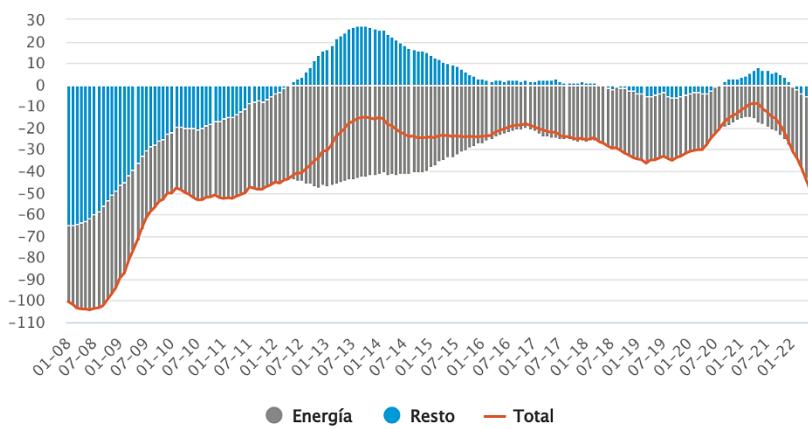
Economía española

La facturación en la industria española y los servicios avanza a un buen ritmo, aunque posiblemente impulsada por el alza de precios. En mayo, el índice de actividad del sector de servicios avanzó un notable 2,5% intermensual y el de la industria se mantuvo prácticamente plano, con un aumento del 0,3% intermensual. Son datos robustos si tenemos en cuenta los fuertes avances intermensuales del mes anterior (7,0% en servicios y 15,7% en industria). Ambos indicadores se emplazan muy por encima del nivel promedio de 2019, un 27,8% por encima en el caso de la industria y un 19,9% en el caso de servicios. Con todo, hay que matizar que ambos indicadores reflejan la evolución de la facturación en términos nominales, por lo que muy probablemente estas lecturas están muy influidas por la coyuntura actual de alza de precios. Por su parte, la afiliación a la S. S., según los datos de avance a mitad de mes, continuó aumentando en julio: +30.000 trabajadores en términos desestacionalizados.

Fuerte deterioro del saldo exterior de bienes. En mayo, el déficit comercial de bienes ascendió a 4.759 millones de euros, en contraste con el superávit de 140 millones en el mismo mes de 2021. Ello fue debido al intenso crecimiento de las importaciones (47,1%), muy superior al de las exportaciones (28,8%). Por un lado, el déficit energético sigue disparado y alcanzó en mayo los 5.098 millones (2.127 millones un año antes), como consecuencia del fuerte crecimiento de las importaciones, tanto en volumen (+77,8%) como en sus precios (+29,5%). Por su parte, la balanza de bienes no energéticos también empeoró y redujo su superávit a 340 millones, cifra muy inferior a la de hace un año (2.267 millones).

España: saldo comercial exterior de bienes

Datos acumulados en 12 meses (miles de millones de euros)

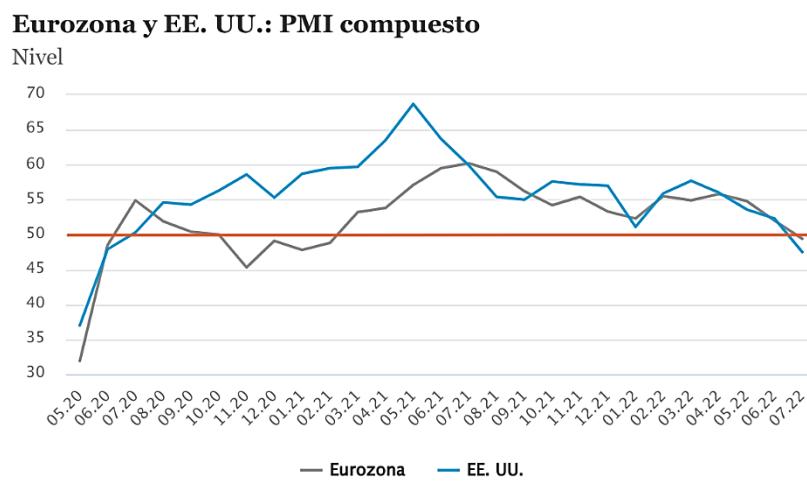


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del departamento de Aduanas.

Economía internacional

Los indicadores de actividad apuntan a una recesión en la eurozona en los próximos meses. De hecho, el PMI compuesto de la eurozona cayó en julio a niveles indicativos de caídas de la actividad (49,4 vs. 52,0) debido al descenso en Alemania (-3,3 puntos, hasta 48,0, mínimos de 25 meses), y a que en Francia se apunta una situación cercana al estancamiento (-1,9 puntos, hasta 50,6). El PMI también muestra que las presiones alcistas sobre los precios se han suavizado, pero todavía siguen cerca de máximos históricos. La posibilidad de un corte total en el suministro de gas ruso representa el mayor riesgo y, para afrontar esta eventualidad, la Comisión Europea ha presentado un plan que propone una reducción del consumo de gas del 15% en todos los países de la UE hasta el 31 de marzo, voluntaria al menos inicialmente. Este plan todavía debe ser aprobado por los 27 y España y Portugal ya han mostrado su desacuerdo con que el recorte deba ser igual en todos los países, independientemente de sus circunstancias. Para complicar aún más el escenario, la dimisión del primer ministro de Italia, Mario Draghi, aboca a Italia a elecciones anticipadas (se baraja el 25 de septiembre), con el aumento de riesgo político e incertidumbre que ello implica.

Deterioro de los indicadores de actividad de EE. UU. más recientes. En el ámbito del sector inmobiliario, los últimos indicadores apuntan a una ralentización importante del sector (por ejemplo, compraventas, obra iniciada y visados de obra) tras el importante aumento de los tipos de interés (el tipo medio de una hipoteca a 30 años con tipo fijo se sitúa en torno al 5,5%, frente al 3,1% de finales de 2021). Por su parte, el índice manufacturero de la Fed de Filadelfia volvió a caer en julio, igualando el débil registro de marzo de 2020. En la misma línea, el índice empresarial PMI compuesto cayó sustancialmente, situándose por debajo del límite de los 50 puntos (umbral entre la zona expansiva y la recesiva) por primera vez desde el estallido de la pandemia (47,5 puntos, 52,3 en junio). Un deterioro que estuvo fuertemente influenciado por la baja del componente de servicios.



Los más recientes indicadores portugueses sugieren una desaceleración de la economía. El indicador coincidente para el consumo privado registró un avance interanual del 4,8% en el 2T 2022, por debajo del 5,5% del 1T 2022. En la misma línea, el indicador de actividad económica del INE se desaceleró en mayo, hasta el 2,1% interanual (3,1% en abril). Con todo, todos ellos todavía se emplazan en niveles compatibles con crecimientos positivos. Por otro lado, el déficit por cuenta corriente empeoró en mayo (-2,1% del PIB en el acumulado de 12 meses), en buena parte, como consecuencia del incremento de los precios energéticos. La mejora del superávit turístico no pudo compensar el deterioro del saldo comercial de bienes.

Mercados financieros

El BCE sube tipos 11 años después y presenta el Transmission Protection Instrument (TPI), la nueva herramienta antifragmentación. En su reunión del pasado jueves, el BCE abandonó los tipos de interés negativos al aumentarlos en 50 p. b. y situar el *depo* y el *refi* en el 0,00% y 0,50%, respectivamente. Tanto el comunicado de la reunión de junio como los comentarios de la presidenta Lagarde durante las últimas semanas apuntaban a un aumento de 25 p. b., pero la intensificación de los riesgos sobre la inflación y el apoyo que se espera que ofrezca el TPI llevaron al BCE a cambiar de opinión y realizar una primera subida de tipos más agresiva. Asimismo, el BCE ha dado por finalizada esta etapa de *forward guidance* y los siguientes pasos en la normalización de los tipos de interés se decidirán reunión a reunión en función de la evolución de los datos macroeconómicos. Por otro lado, los detalles publicados del TPI satisficieron las expectativas de los mercados financieros, al no limitar la cantidad de activos que se podrán adquirir, exigir una elegibilidad razonable y activarse a discreción del Consejo de Gobierno. Con esta herramienta, el BCE podrá contrarrestar repuntes persistentes en las primas de riesgo no consistentes con fundamentales. Con todo, la visión del escenario macroeconómico por parte del BCE fue algo sombría, al declarar que la economía de la eurozona se está desacelerando y que hay muy poca visibilidad sobre lo que puede ocurrir en la segunda mitad de 2022 y en adelante, con los riesgos sobre el escenario claramente sesgados a la baja (véase la [Nota Breve](#)). En EE. UU., por su parte, la Reserva Federal se reúne esta semana y creemos que subirá los tipos de interés en 75 p. b., como hizo en junio, para situar el intervalo objetivo en el 2,25%-2,50% (véase la [Nota Breve](#)).

El sentimiento de mercado se mantiene frágil ante la subida de tipos del BCE y la debilidad de los datos macroeconómicos. Durante los primeros días de la semana fue calando entre los inversores la expectativa de que el BCE subiera los tipos de interés oficiales en 50 p. b., como efectivamente acabó haciendo, lo que empujó al alza la rentabilidad de la deuda soberana. Sin embargo, el viernes, con la publicación de los PMI de la eurozona y EE. UU. por debajo del umbral de los 50 puntos (véase sección de Economía internacional), los temores de una fuerte desaceleración económica se expandieron entre los inversores y los tipos de interés soberanos más que deshicieron el alza registrada desde el lunes (*bund* alemán -10 p. b. y *Treasury* estadounidense a 10 años -17 p. b. en el conjunto de la semana). En Italia, la dimisión del primer ministro Mario Draghi, incapaz de salvar el gobierno de coalición en un voto de confianza, llevó a la prima de riesgo italiana cerca de los 230 p. b., un movimiento que se contagió muy tímidamente a las primas de España y Portugal. En la renta variable se impusieron las ganancias en la mayoría de índices gracias a unas publicaciones de resultados empresariales relativamente positivas en EE. UU. y a la expectativa de una política monetaria menos agresiva en los próximos trimestres. El euro, por su parte, capitalizó la contundencia de la acción del BCE y se alejó ligeramente de la barrera psicológica de la paridad con el dólar. En los mercados de materias primas, la reanudación del servicio de gas Nord Stream 1 en Alemania tras el breve periodo de mantenimiento alivió los peores temores de los inversores sobre una posible interrupción del suministro de gas desde Rusia a Europa, aunque no evitó que el precio se mantuviera por encima de los 160 €/MWh.

		22-7-22	15-7-22	Var. semanal	Acumulado 2022	Var. interanual
Tipos						
					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	0.20	0.07	13	77	74
	EE. UU. (Libor)	2.77	2.74	+3	256	264
Tipos 12 meses						
	Eurozona (Euribor)	1.20	1.06	+14	170	169
	EE. UU. (Libor)	3.81	3.90	-9	323	357
Tipos 10 años						
	Alemania	1.03	1.13	-10	121	145
	EE. UU.	2.75	2.92	-17	124	147
	España	2.26	2.29	-4	169	198
	Portugal	2.19	2.31	-12	173	200
Prima de riesgo (10 años)	España	122	116	7	48	53
	Portugal	116	118	-1	52	55
Renta variable						
					(porcentaje)	
S&P 500		3,962	3,863	2.5%	-16.9%	-10.2%
Euro Stoxx 50		3,596	3,477	3.4%	-16.3%	-12.5%
IBEX 35		8,052	7,946	1.3%	-7.6%	-7.6%
PSI 20		5,937	5,915	0.4%	6.6%	17.0%
MSCI emergentes		990	962	3.0%	-19.6%	-24.5%
Divisas						
					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1.021	1.008	1.3%	-10.2%	-13.2%
EUR/GBP	libras por euro	0.851	0.850	0.1%	1.1%	-0.6%
USD/CNY	yuanes por dólar	6.752	6.757	-0.1%	6.2%	4.2%
USD/MXN	pesos por dólar	20.529	20.536	0.0%	0.0%	2.3%
Materias Primas						
					(porcentaje)	
Índice global		116.5	113.5	2.7%	17.5%	21.8%
Brent a un mes	\$/barril	103.2	101.2	2.0%	32.7%	63.9%

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