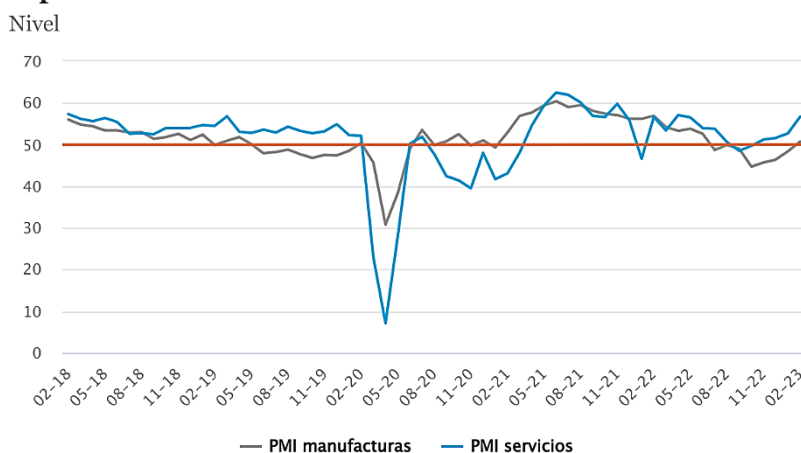


Economía española

Buenas cifras de actividad para la economía española en los primeros compases de 2023. Así, el índice PMI para el sector manufacturero aumentó 2,3 puntos hasta 50,7 en febrero, el primer mes desde junio de 2022 que se ubica por encima del umbral que señala crecimiento (50 puntos). En el lado negativo, la encuesta señala que las presiones alcistas en los precios de los insumos se mantuvieron elevadas durante el mes. Por su parte, el indicador homólogo para el sector servicios creció 4 puntos hasta 56,7, el mejor registro desde abril de 2022. De este modo, las encuestas sugieren una notable mejora tanto en el sector industrial como en los servicios en el 1T del año. Entre tanto, el sector turístico también parece arrancar 2023 con muy buen tono. En enero, llegaron cerca de 4,15 millones de turistas extranjeros y gastaron 5.218 millones de euros. Estos registros se sitúan un $-1,2\%$ y un $+11,5\%$, respectivamente, con relación a enero de 2019, lo que significa una mejora respecto a diciembre ($-4,2\%$ y $+4,5\%$, respectivamente).

España: indicadores de actividad

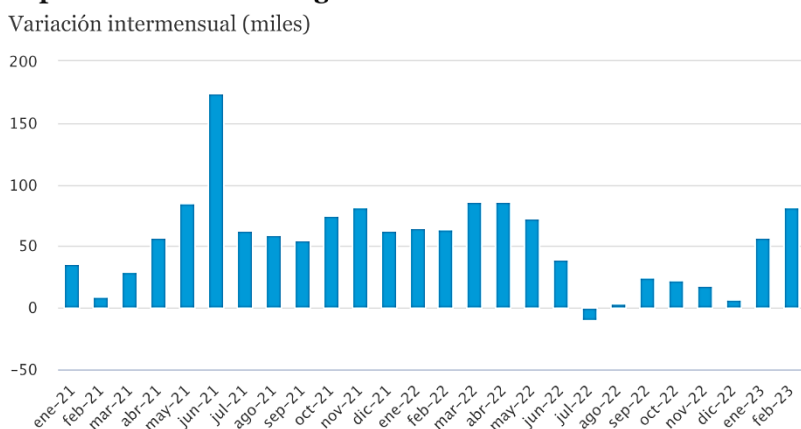


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

El mercado laboral español sigue dando buenas noticias, con una intensificación del ritmo de creación de empleo.

La afiliación a la Seguridad Social aumentó el mes pasado en 88.918 personas, por encima de lo habitual en un mes de febrero (+71.000 de media en el periodo 2014-2019); además, en términos desestacionalizados se registró el mayor avance desde abril de 2022 (+81.808 trabajadores). En lo que va de 1T, los afiliados desestacionalizados que no están en ERTE crecen un 0,6% respecto al 4T 2022, frente al ritmo del 0,3% intertrimestral alcanzado en los dos trimestres anteriores. El dato de paro registrado es menos positivo: aumentó en febrero en 2.618 personas, en contraste con las caídas habituales en dicho mes antes de la pandemia (-4.267 de media en 2014-2019, véase la [Nota Breve](#)).

España: afiliados a la Seguridad Social*



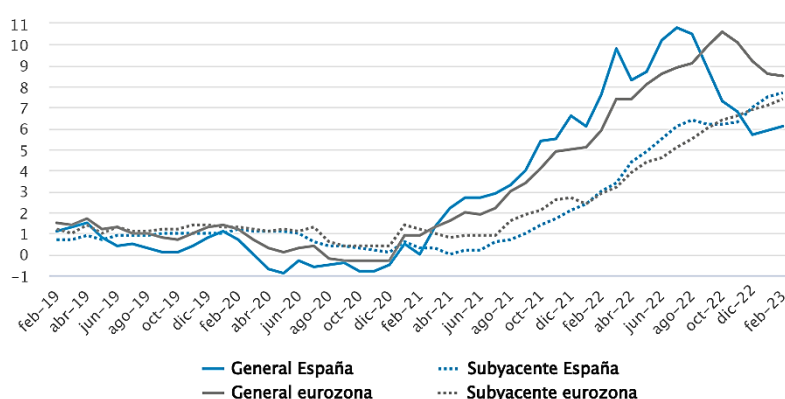
Nota: *Serie desestacionalizada.

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

La inflación española volvió a subir en febrero. La inflación general aumentó ligeramente en febrero por segundo mes consecutivo, en 1 décima hasta el 6,1% interanual, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. La inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) también repuntó, hasta el 7,7% (7,5% en enero). El dato de inflación general y, sobre todo, el de inflación subyacente han supuesto una sorpresa al alza y se han situado por encima del rango esperado en el escenario de previsiones de CaixaBank Research. Según explicó el INE, el leve repunte de la inflación general en febrero se debió al incremento de los precios de la electricidad y a un alza apreciable en los precios de alimentos y bebidas. El INE también apuntó a que las caídas en los precios de carburantes y de transporte combinado de pasajeros (principalmente abonos de transporte público) contribuyeron a moderar el alza de la inflación (véase la [Nota Breve](#)). El dato de inflación general de España contrasta con el del agregado de la eurozona, que registra una ligera caída de 1 décima en febrero (hasta el 8,5% interanual, véase la sección de Economía internacional).

España y eurozona*: IPC

Variación interanual (%)



Nota: *Los datos para la eurozona corresponden al IPCA.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y Eurostat.

2022 cerró con superávit por cuenta corriente en España, por décimo año consecutivo. Así, el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente se situó en 11.800 millones, un 2,6% más que en 2021, si bien, en porcentaje del PIB, se produjo una leve caída de 1 décima, hasta el 0,9% del PIB, una cifra extraordinaria teniendo en cuenta la crisis energética y su impacto en la balanza comercial. El comportamiento fue muy desigual por componentes: mientras que el déficit comercial de bienes se disparó hasta el 5,1% del PIB desde el 2,2% anterior, debido al abultado déficit energético (-4,3% del PIB), el superávit por turismo se amplió considerablemente, hasta el 3,7% del PIB (1,6% en 2021), superando, incluso, los registros de 2019. Añadiendo al saldo por cuenta corriente la mejora del superávit en la cuenta de capital, impulsado principalmente por los flujos de los fondos NGEU, se obtiene una capacidad de financiación de 25.000 millones, superior a los 22.400 millones de 2021.

La morosidad bancaria en España continuó reduciéndose al cierre de 2022. La tasa de morosidad del crédito al sector privado volvió a descender en diciembre hasta situarse en el 3,54% (3,68% en noviembre), el nivel más bajo desde finales de 2008. Con respecto a los niveles prepandémicos (febrero de 2020), la tasa de morosidad acumula una caída de 128 p. b. El descenso en la ratio respecto a noviembre se debió principalmente a la reducción del volumen de créditos dudosos (-2.200 millones de euros), lo que compensó el menor saldo vivo del crédito (-11.900 millones de euros).

Economía internacional

La inflación europea se estanca en febrero y las presiones subyacentes aceleran. La inflación general de la eurozona disminuyó apenas 1 décima, hasta el 8,5% interanual, mientras que la inflación núcleo (que excluye energía y todos los alimentos) repuntó hasta el 5,6%, empujada tanto por los servicios (4,8%) como por los bienes industriales (6,8%). El dato superó las expectativas y confirmó la inercia en las presiones inflacionistas subyacentes, una tendencia que favorece la continuidad del endurecimiento monetario del BCE (véase la [Nota Breve](#)). En este contexto, el modesto

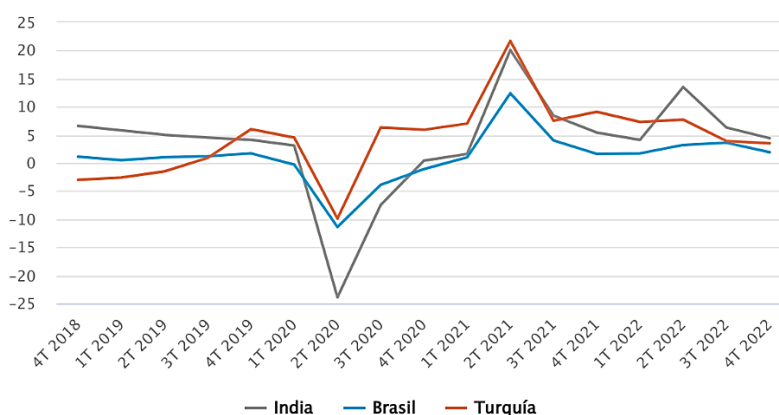
descenso en el índice de sentimiento económico (ISE) de la Comisión Europea en febrero (99,7 vs. 99,8), después de tres meses subiendo, avala la hipótesis de que la economía del euro está mejor de lo temido en verano, pero que sigue operando con signos de debilidad. Por otro lado, en Italia, el cambio metodológico en el cálculo de los incentivos fiscales a constructoras durante la pandemia significó una revisión al alza en la senda del déficit fiscal: en términos de PIB, +0,2 p. p., hasta 9,7% en 2020; + 1,8 p. p., hasta 9,0%; en 2021; y + 2,5 p. p., hasta 8,0%, en 2022. Por último, las autoridades del Reino Unido y de la UE anunciaron un nuevo acuerdo en el Protocolo de Irlanda del Norte, medidas que buscan simplificar el comercio entre Gran Bretaña y el Ulster, sin que se haya eliminado la aduana con el resto de la UE.

Señales mixtas en los indicadores económicos de febrero en EE. UU. En un contexto económico cargado de incertidumbre, los indicadores económicos publicados recientemente en EE. UU. no ayudaron a despejar las dudas sobre el pulso de la actividad económica en el arranque de 2023. Por un lado, el indicador de confianza de los consumidores de la Conference Board descendió en febrero desde los 106 puntos hasta los 102,9, algo por debajo del promedio registrado en 2022 (104,5). En detalle, el subcomponente de expectativas de este índice descendió de los 76 puntos hasta los 69,7, mientras que, en contraste, el subcomponente de situación actual flexionó 1,7 puntos al alza hasta los 152,8. En cuanto a las encuestas empresariales, el ISM de manufacturas de febrero ascendió 0,3 puntos hasta 47,7, todavía por debajo del umbral que separa la zona expansiva de la contractiva (50 puntos). En la encuesta destacó el comportamiento del índice de precios pagados, que aumentó desde 44,5 hasta 51,3, una señal de que el proceso desinflacionista podría ser más gradual de lo esperado hace apenas unas semanas.

El endurecimiento monetario pasó factura al crecimiento de los principales países emergentes en el 4T. El PIB de Brasil se desaceleró hasta el 1,9% interanual en el 4T 2022 (vs. 3,6% del 3T), debido en gran medida a la moderación del gasto privado generada, entre otros factores, por el auge de los tipos de interés. Paralelamente, la economía de India creció un 4,4% interanual en el mismo periodo (vs. 6,3% en el 3T), consecuencia del descenso de la demanda doméstica en el entorno de endurecimiento de las condiciones financieras. En Turquía, el PIB avanzó un 3,5% interanual (vs. 4,0% en el 3T), gracias a que el consumo doméstico logró compensar parte del descenso registrado en las exportaciones netas. Por su parte, aunque la economía china también se desaceleró en el 4T del año (2,9% interanual vs. 3,9% en el 3T), los últimos índices de actividad publicados refuerzan la evidencia de su fuerte recuperación al inicio de 2023. Así, el PMI manufacturero oficial aumentó hasta los 52,6 puntos en febrero, mientras que el homólogo indicador del sector no manufacturero alcanzó los 56,3 puntos (lectura más alta desde marzo de 2021).

India, Brasil y Turquía: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística.

Mercados financieros

El renovado impulso de la inflación ensombrece las perspectivas de los inversores. La última semana de febrero ahondó en la tónica del mes e intensificó las expectativas de mayores tipos de interés durante más tiempo. La sorpresa al alza en los datos de inflación (véase la sección de Economía internacional) se transmitió en un nuevo ajuste en los

implícitos de los mercados monetarios, que ya descuentan subidas adicionales en los tipos oficiales de 150 p. b. en la eurozona y 75 p. b. en EE. UU., unos 50-75 p. b. superior a lo esperado hace un mes. El ajuste presionó al alza la rentabilidad de la deuda pública, con el *bund* alemán a 10 años cotizando en el 2,75%, máximos desde 2011. Sobre este escenario, las bolsas europeas y chinas mostraron un dinamismo que contrasta con las referencias de EE. UU. Destacan en particular los índices de la periferia de la eurozona (avance del 1,4% del IBEX 35 en la semana) debido tanto a los buenos datos de sentimiento económico como el mayor peso de los bancos en estas bolsas y el buen tono en los resultados empresariales. Por otra parte, la revisión al alza en las expectativas de tipos incidió en una leve apreciación del euro en sus cruces con el dólar y la libra esterlina, pese al impacto apreciador que tuvo inicialmente el nuevo acuerdo de *brexit* en la cotización de la libra. Destaca también en la semana la fuerte caída (-8%) del precio del gas en Europa hasta en torno a los 47 euros por MW/h, mientras que tanto el precio del petróleo como el de los metales industriales se vieron impulsados por las perspectivas positivas de China.

El BCE apuntala un nuevo incremento de 50 p. b. para marzo y abre la discusión de cara a mayo. A principios de febrero, el BCE subió los tipos en 50 p. b. (*depo* en el 2,50%) y señaló otros tantos para la reunión del próximo 16 de marzo. Las actas de la reunión de febrero, publicadas el pasado jueves, reflejan un BCE preocupado por la persistencia de la inflación en cotas altas y refuerzan la visión de que cumplirá con lo indicado y subirá los tipos en 50 p. b. en marzo. Las actas también arrojan algo de luz sobre la senda que puede seguir el BCE en los próximos meses. Por un lado, reflejan un mayor confort con las expectativas de política monetaria implícitas en las cotizaciones financieras a principios de febrero (que apuntaban a un pico del tipo *depo* en el 3,50% en verano), aunque también destilan cierta incomodidad con los recortes de tipos implícitos en estas mismas expectativas a principios de 2024. Por otro lado, las actas sugieren cierta disparidad de opinión en cómo proceder después de marzo, con algunas voces (minoritarias) preocupadas por el riesgo de un endurecimiento monetario excesivo. Del mismo modo, en discursos recientes, los gobernadores François Villeroy de Galhau e Ignazio Visco abogan por una mayor gradualidad y prudencia, pero, desde el Bundesbank, Joachim Nagel apuesta por más incrementos significativos en los tipos oficiales.

		2-3-23	24-2-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,80	2,70	10	67	333
	EE. UU. (Libor)	4,98	4,95	+3	21	440
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,82	3,66	+16	53	420
	EE. UU. (Libor)	5,69	5,64	+5	21	436
Tipos 10 años	Alemania	2,75	2,54	21	31	273
	EE. UU.	4,06	3,94	12	19	222
	España	3,72	3,51	21	20	272
	Portugal	3,62	3,42	21	19	276
Prima de riesgo (10 años)	España	97	97	0	-11	-1
	Portugal	87	88	-1	-12	3
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		3.981	3.970	0,3%	3,7%	-8,8%
Euro Stoxx 50		4.241	4.179	1,5%	11,8%	13,3%
IBEX 35		9.327	9.202	1,4%	12,1%	16,4%
PSI 20		6.015	5.984	0,5%	5,0%	10,0%
MSCI emergentes		980	972	0,8%	2,5%	-16,4%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,060	1,055	0,5%	-1,0%	-4,2%
EUR/GBP	libras por euro	0,887	0,883	0,4%	0,2%	7,0%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,917	6,960	-0,6%	0,3%	9,4%
USD/MXN	pesos por dólar	18,126	18,418	-1,6%	-7,0%	-12,2%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		106,9	105,5	1,3%	-5,2%	-13,0%
Brent a un mes \$/barril		84,8	83,2	1,9%	-1,4%	-23,3%
Gas n. a un mes €/MWh		46,8	51,0	-8,2%	-38,7%	-70,9%

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