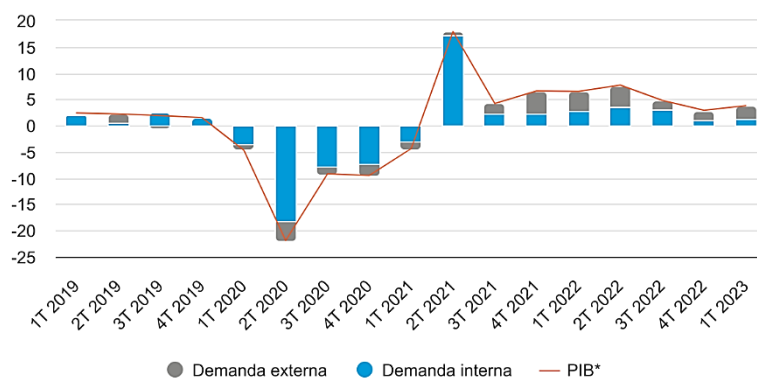


## Economía española

**El crecimiento del PIB en España arranca el año con un buen pie.** Así, el PIB creció un 0,5% intertrimestral en el 1T 2023 (0,4% intertrimestral en el 4T de 2022 tras ser revisado 0,2 p. p. al alza). En términos interanuales, la tasa fue del 3,8%, frente al 2,9% del trimestre pasado. Una vez incorporado el dato, el PIB en el 1T 2023 se situó prácticamente en el nivel prepandemia del 4T 2019, tan solo un 0,2% por debajo. Por componentes, destaca la caída del consumo privado y público, en un 1,3% y un 1,6% intertrimestral, respectivamente. El menor consumo privado denota el fuerte proceso de ajuste que están experimentando los hogares ante la erosión de su poder adquisitivo fruto de la elevada inflación y el proceso de endurecimiento de la política monetaria. En contraposición, la inversión repuntó un 1,9% intertrimestral, aupada tanto por la inversión en equipo (+3,8%) como en construcción (1,0%). En conjunto, sin embargo, la demanda interna realizó una contribución al crecimiento intertrimestral negativa (-0,8 p. p). Por su parte, la demanda externa realizó una contribución positiva de 1,3 p. p., gracias a que las exportaciones crecieron en mayor medida que las importaciones (5,8% intertrimestral frente a 3,1%, respectivamente).

### España: PIB y demanda

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \*Variación interanual, %.

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

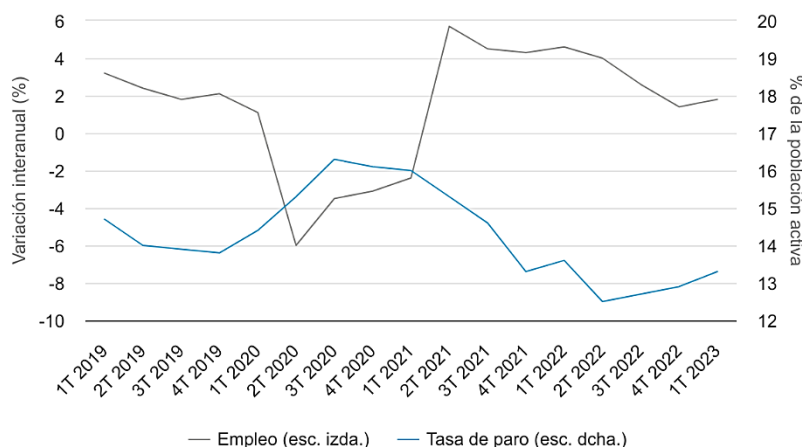
**La inflación general en España repuntó en abril hasta el 4,1%** (3,3% en marzo), según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. El avance acusa, de nuevo, fuertes efectos de base. En este caso, un efecto alcista debido al ajuste a la baja de los precios de la energía visto en abril de 2022 (por movimientos de mercado y por el inicio del subsidio de 20 céntimos/litros a los repostajes) tras el fortísimo repunte del mes anterior (en el primer mes de la guerra en Ucrania). Por su parte, la inflación subyacente (excluye energía y alimentos no elaborados) se moderó significativamente al situarse en el 6,6% (7,5% en marzo), debido a un alza contenida de los precios durante el mes, que crecieron un 0,8% intermensual, algo por debajo del promedio del mes de abril en el período de 2015-2019 (+1,0%). Además, contribuyeron los efectos de base en los alimentos elaborados, que crecieron muy intensamente en abril de 2022. En conjunto, los datos de inflación general y de inflación subyacente conocidos hoy se han situado algo por debajo del rango esperado por CaixaBank Research.

**La morosidad en España se mantuvo en niveles contenidos en febrero de 2023.** La tasa de morosidad del crédito al sector privado se mantuvo apenas sin cambios en el segundo mes del año al situarse en el 3,55% (3,56% en enero). El minúsculo descenso se debió a la reducción del volumen de créditos dudosos (-307 millones de euros), lo que compensó sobradamente el menor saldo vivo del crédito (-4.523 millones de euros). De esta forma, la tasa de morosidad marcó su nivel más bajo desde finales de 2008. Con respecto a los niveles prepandémicos de febrero de 2020, la ratio acumula una caída de 127 p. b., de los que 76 corresponden a los últimos 12 meses.

**Los resultados de la EPA confirman la mejora del mercado laboral español en el 1T.** Según la encuesta, los ocupados cayeron en 11.100 personas, tratándose del menor descenso en un 1T desde 2007 (como referencia, la caída del empleo de media en un 1T en el período 2014-2019 fue de 109.000 ocupados). En términos interanuales, el

crecimiento de los ocupados se aceleró hasta el 1,8%, frente a un ritmo del 1,4% en el trimestre anterior. Entre tanto, en términos desestacionalizados el empleo creció un 1,16% intertrimestral, lo que supuso una fuerte aceleración respecto al ritmo del trimestre anterior (0,16%). Por su parte, la cifra de parados aumentó en 103.800, por encima del crecimiento medio en un 1T en 2014-2019 (+15.000), si bien el repunte está afectado por el notable avance de la población activa (+92.000 vs. -93.000 de media en 2014-2019). De esta forma, la tasa de paro se incrementó al 13,3% desde el 12,9% del 4T 2022, aunque la cifra es tres décimas inferior a la de hace un año (véase la [Nota Breve](#)).

### España: mercado de trabajo

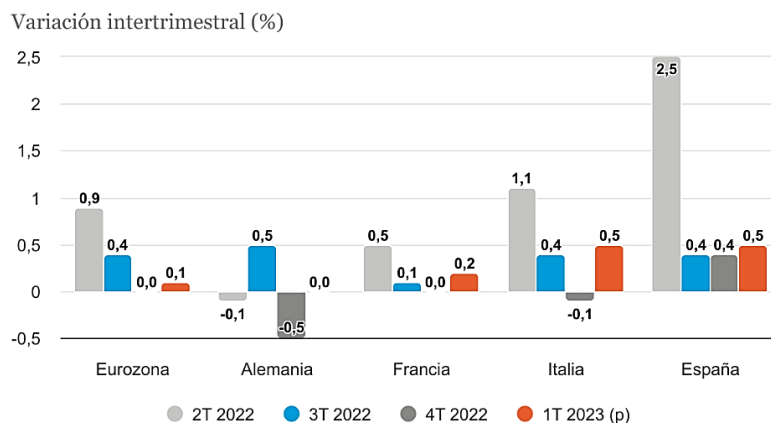


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

## Economía internacional

La economía de la eurozona logra evitar contraerse en el 1T 2023, aunque con un comportamiento diferenciado por países. Así, según los datos preliminares, en términos intertrimestrales, el agregado de la eurozona creció un 0,1%, tras el crecimiento nulo (0,0%) en el tramo final de 2022. Por países, destacó en positivo España (0,5%), Italia (0,5%) y, sobre todo, Portugal (1,6%), mientras que Francia avanzó un 0,2%. Por su parte, la economía alemana se estancó al inicio del año (0,0%) mientras en Irlanda el PIB cayó un 2,7%, restando más de 0,1 p. p. al crecimiento del total de la eurozona. Según la apertura disponible por países, los resultados del 1T 2023 se explican por el dinamismo del sector exterior, favorecido por la apertura de China, mientras que la demanda interna muestra señales más dispares: débil en Alemania, Francia y España, pero con más impulso en Italia. De cara al 2T, la modesta recuperación en abril del índice de sentimiento económico (+0,1 puntos, hasta 99,3), gracias a la sustancial mejora de la confianza en el sector servicios, apunta a que se mantendrán crecimientos positivos en la eurozona. El buen inicio de año aconseja una

### Eurozona: PIB

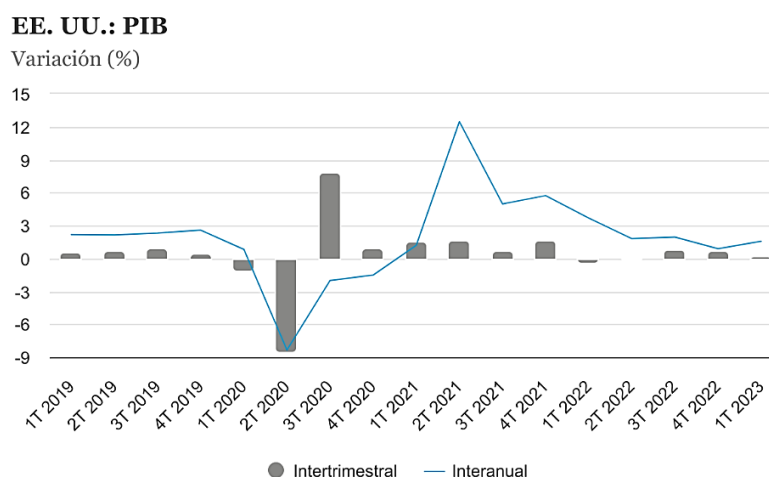


Nota: (p) dato preliminar.

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

revisión al alza del crecimiento que anticipamos en 2023 para la eurozona (0,5% actual), Alemania (desde 0,0%), Francia (desde 0,3%), Italia (desde 0,5%) y España (desde 1,3%). Pese a ello, no conviene mostrarse confiado en exceso ya que creemos que el crecimiento intertrimestral del PIB en la segunda mitad del año podría ser bastante modesto e inferior a su media a largo plazo (véase la [Nota Breve](#)). (Para un análisis más detallado de España, véase la sección Economía española).

**El crecimiento del PIB en EE. UU. sigue desacelerándose, aunque con algún brote verde.** Tal y como apuntaban los diversos indicadores de mayor frecuencia publicados desde enero, el PIB estadounidense consiguió en el 1T registrar un avance positivo (0,3% intertrimestral) si bien a un ritmo inferior que el trimestre anterior (0,6%) y por debajo de lo que esperaba el consenso de analistas (0,5%). Una lectura más detallada por componentes nos muestra que el dato es mejor de lo que parece a simple vista, pues la caída se explica, mayoritariamente, por una contracción de la variación de existencias. Así, los componentes que miden mejor el pulso de la actividad económica tuvieron un desempeño más positivo: el consumo privado, que continúa siendo el principal motor de la economía, creció un 0,9% intertrimestral (0,3% en el 4T 2022) mientras la inversión bruta fija moderó su ritmo de caída (-0,1%, la menor contracción de los últimos cuatro trimestres, véase la [Nota Breve](#)). En el plano político y fiscal, Joe Biden anunció su candidatura para la reelección como Presidente del país, mientras la Casa de los Representantes aprobó una propuesta republicana para aumentar el techo de deuda, aunque es poco probable que la legislación pueda tener éxito también en el Senado, controlado por los demócratas.



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

## Mercados financieros

**Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico limitan el apetito por el riesgo de los inversores.** Semana de aversión al riesgo en los mercados financieros, con la rentabilidad de la deuda soberana en el tramo corto y en el largo de la curva cediendo tanto en EE. UU. como a lo largo de Europa. Movimientos que, no obstante, se limitaron tras conocerse el dato preliminar de crecimiento del PIB del 1T en EE. UU., que resultó más débil de lo esperado y mostró señales de persistencia en las presiones inflacionistas. También se acentuó la inversión de la curva del Tesoro estadounidense entre los tramos 3 meses y 10 años, reflejando las dudas inversoras sobre el ciclo económico, por una parte, y la falta de avances en el Congreso del país para acordar el techo de deuda antes del verano, con el CDS a un año repuntando hasta los 150 p. b. En la renta variable, las dudas sobre la posición financiera del banco First Republic en EE. UU. siguió penalizando a los bancos de menor tamaño (el subíndice S&P 500 de bancos regionales está un -35% por debajo de su nivel anterior a la crisis de SVB). Los principales índices bursátiles internacionales cierran con resultados mixtos, donde destacó en positivo el sector tecnológico (el índice Nasdaq registró un avance del +1,2%) gracias a los buenos resultados de algunas compañías del sector. En los mercados de materias primas, la referencia europea de gas natural (TTF holandés) termina la semana en mínimos de año, por debajo de los 40 €/MWh, gracias a la reapertura de las plantas regasificadoras francesas y al elevado nivel de reservas en la UE en esta época del año. También el barril de

Brent cotiza por debajo de los 80 dólares, lo que supone una completa reversión de las subidas que experimentó tras el anuncio de la OPEP+ de recorte de producción, a principios de mes. Esta caída del precio viene igualmente motivada por los temores de un enfriamiento de la demanda global. Por último, el yen japonés se debilitó frente a las principales monedas tras la decisión del nuevo gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, de mantener sin cambios los principales instrumentos de la política monetaria.

**Los principales bancos centrales preparan un incremento de 25 p. b. en mayo.** En los próximos días, el BCE y la Fed se reúnen para decidir los siguientes pasos en sus respectivas políticas monetarias, y lo hacen en un entorno marcado por tres grandes ingredientes: una actividad que se enfría menos de lo esperado, una inflación que, pese a algunas señales bajistas, persiste en cotas elevadas, y un entorno financiero más volátil (especialmente tras la caída de Silicon Valley Bank en marzo). Ante esta combinación, pensamos que el BCE optará por volver a subir tipos, pero lo hará a un menor ritmo (concretamente, en 25 p. b., con el *depo* al 3,25% y el *refi* al 3,75%) y reiterará que, si la actividad y la inflación siguen resistiendo más de lo esperado, es probable que los tipos vuelvan a subir en los siguientes meses (véase la [Nota Breve](#)). En una línea similar, pensamos que la Reserva Federal también subirá los tipos de interés en 25 p. b., hasta el intervalo 5,00%-5,25%. Sin embargo, a diferencia del BCE, en EE. UU. las turbulencias financieras han sido algo más pronunciadas y, junto con las incipientes señales de moderación de la inflación subyacente, invitarían a la Fed a pausar en adelante las subidas en los tipos oficiales (véase la [Nota Breve](#)).

		27-4-23	21-4-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
<b>Tipos</b>		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,25	3,26	-1	112	369
	EE. UU. (Libor)	5,27	5,26	+1	50	398
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,85	3,85	-0	56	373
	EE. UU. (Libor)	5,29	5,41	-12	-19	274
Tipos 10 años	Alemania	2,46	2,48	-2	2	156
	EE. UU.	3,52	3,57	-5	-35	70
	España	3,51	3,52	-1	-1	161
	Portugal	3,29	3,31	-2	-15	135
Prima de riesgo (10 años)	España	105	104	1	-3	5
	Portugal	83	83	0	-17	-22
<b>Renta variable</b>		(porcentaje)				
S&P 500		4.135	4.134	0,0%	7,7%	-3,5%
Euro Stoxx 50		4.358	4.409	-1,1%	14,9%	15,4%
IBEX 35		9.315	9.416	-1,1%	12,0%	9,4%
PSI 20		6.244	6.200	0,7%	9,0%	5,3%
MSCI emergentes		972	981	-0,9%	1,7%	-7,7%
<b>Divisas</b>		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,103	1,099	0,4%	3,0%	5,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,882	0,884	-0,1%	-0,3%	4,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,923	6,891	0,5%	0,3%	4,5%
USD/MXN	pesos por dólar	18,038	17,988	0,3%	-7,5%	-11,8%
<b>Materias Primas</b>		(porcentaje)				
Índice global		103,3	105,6	-2,1%	-8,4%	-20,0%
Brent a un mes	\$/barril	78,4	81,7	-4,0%	-8,8%	-27,2%
Gas n. a un mes	€/MWh	39,0	40,2	-2,8%	-48,8%	-61,0%

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