

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

---

## Les claves económicas del mes

### Febrero 2023

#### Pugna entre los mercados y los bancos centrales

**Oriol Aspachs**, Director de Economía Española en CaixaBank Research

---

**Los inversores empiezan el año con optimismo.** Los mercados confían en que lo peor del shock inflacionista ya queda atrás gracias a la mejora en los cuellos de botella globales y la estabilización de los mercados energéticos. Los inversores creen que los bancos centrales podrán culminar las subidas de tipos en los próximos meses y que, a su vez, el endurecimiento monetario no conducirá a un escenario de recesión económica. El optimismo se ha traducido en avances generalizados en los mercados de renta fija y renta variable, lo que ha permitido una relajación importante en los índices de condiciones financieras y cierta contención en las métricas de volatilidad.

**Ganancias generalizadas en las bolsas internacionales.** Los índices bursátiles arrancaron el año con un ascenso acumulado en enero del 6% en EE. UU. (S&P 500), 10% en Europa (Euro Stoxx 50) y 8% para el agregado de emergentes. Se trata del mejor inicio del año para las bolsas internacionales desde 2019, según el agregado MSCI global; en Europa, el avance es el más pronunciado en un mes de enero en los últimos 40 años. El tono débil en las previsiones de beneficios empresariales del 4T 2022 ha sido contrarrestado por la mejora de las perspectivas económicas, el proceso de reapertura de China y la mejora de los indicadores económicos, principalmente en Europa. En los mercados emergentes, el avance en la bolsa se sustenta, también, en la mejora de los flujos de capitales hacia esas economías y el debilitamiento del dólar.

## **El entusiasmo de los mercados contrasta con los mensajes de los bancos**

**centrales**, que insisten en la necesidad de seguir endureciendo la política monetaria. En ese sentido, en su reunión de febrero, el BCE volvió a anunciar una subida en los tipos oficiales de 50 p. b. (depo en el 2,50%). Además, señaló su intención de volverlos a subir 50 p. b. más en marzo. También confirmó que a partir de marzo reducirá gradualmente la cartera de bonos adquiridos bajo el programa APP (a un ritmo inicial de 15.000 millones mensuales). Por su parte, la Fed aprobó una subida de 25 p. b. hasta el 4,75% y reiteró que serán necesarios ajustes adicionales, si bien dando señales de que el fin del ciclo de subidas se acerca. En los mercados monetarios, los inversores cotizan que los tipos de referencia alcanzarán el pico en los próximos meses, con subidas acumuladas de cerca de 100 p. b. hasta el 3,5% en la eurozona y 50 p. b. hasta el 5,25% en EE. UU.

## **Los precios de las materias primas se estabilizan.**

Los precios del gas han consolidado la intensa corrección de los últimos meses mientras que el precio del petróleo Brent ha fluctuado en torno a los 85 dólares por barril, en un contexto de, por un lado, revisiones al alza en las previsiones de demanda y, por el otro, de una mayor acumulación de reservas en EE. UU. La OPEP+ también ha dado señales de que no planea recortes de producción a corto plazo, a la espera del proceso de reapertura en China. Este último factor, no obstante, sí que ha ejercido presión al alza en los precios de los metales industriales, mientras que los precios de los alimentos se mantienen en cotas elevadas.

## **Las principales economías cierran 2022 con buenos datos.**

La eurozona mantuvo un ritmo de crecimiento positivo en el 4T 2022, con un avance del 0,1% intertrimestral. En el conjunto del año, el crecimiento se situó en el 3,5%, en línea con lo que se preveía a principios del 2022. Por su parte, las dos mayores economías del mundo crecieron en 2022 significativamente menos de lo previsto: EE. UU., un 2,1% (vs. el 3,5% proyectado hace un año) y China, un 3,0% (vs. 4,7%). La decepción de la primera refleja unos datos de PIB débiles en la primera mitad de año, mientras que en el 4T la actividad avanzó un 0,7% intertrimestral. China, por su parte, se vio muy condicionada por las restricciones frente a la COVID, hasta el punto de que el PIB se estancó en el 4T.

## **Los primeros indicadores del año mejoran en Europa.**

El PMI de la eurozona salió de la zona recesiva por primera vez en seis meses y se situó en los 50,3 puntos en enero, y el índice de sentimiento elaborado por la Comisión Europea (ESI) mejoró por tercer mes consecutivo, hasta los 98 puntos (muy cerca de los 100 del promedio histórico). Estos indicadores se suman a un mercado laboral sólido, con una tasa de paro en mínimos (6,6% en diciembre) y una tasa de actividad en máximos (75%).

## **Señales mixtas en EE. UU.**

El PIB estadounidense creció un +0,7% en el 4T, pero su composición presenta algunas señales de desaceleración. Concretamente, la inversión, especialmente la residencial, acusa el efecto de las subidas de tipos de la Fed (-1,7% y -7,5% intertrimestral, respectivamente, en el 4T). De hecho, los datos del mercado inmobiliario muestran un sector en retirada, tanto en precios (el índice Case-Shiller pasó de crecer más de un 20% interanual a principios de 2022 a algo menos de un 8% en noviembre) como en transacciones (la venta de viviendas volvió a caer en diciembre por undécimo mes consecutivo, según datos de la National Association of Realtors). Asimismo, los índices de confianza,

que se habían mantenido en cotas altas hasta otoño, han sufrido un deterioro en el sector manufacturero (ISM de enero en los 47,4 puntos) y exhiben fuerte volatilidad en los servicios (ISM en 49,6 puntos en diciembre y 55,2 en enero). En cambio, el mercado laboral se mantiene muy robusto, con una tasa de paro en mínimos históricos (3,4% en enero) y un ritmo de creación de empleo sólido (+291.000 en el promedio del 4T 2022 y un extraordinario +517.000 en enero).

### **La economía española transita por la crisis energética mejor de lo esperado.**

Creció un 0,2% en el 4T 2022, con lo que el avance del PIB en el conjunto del año se situó en el 5,5%, solo 3 décimas por debajo de lo que esperaba el consenso de analistas a principios del pasado año, y más de 1 p.p. por encima de las previsiones que se manejaban tras el estallido de la guerra en Ucrania. En los próximos trimestres, la actividad seguirá haciendo frente a un contexto adverso, marcado por la incertidumbre geopolítica y el aumento de los tipos de interés. De todas formas, también contará con algunos elementos que apoyarán el crecimiento, como la aceleración del despliegue de los fondos NGEU y la recuperación de los sectores más penalizados por la pandemia, como el turismo.

### **Los primeros indicadores de actividad disponibles para el 2023 dan señales esperanzadoras.**

En enero, el índice PMI para el sector manufacturero escaló 2 puntos hasta los 48,4 puntos, un registro inferior al umbral que denota crecimiento (50), pero que sugiere que el deterioro de la actividad industrial se está moderando. Asimismo, el indicador homólogo del sector servicios avanzó 1,1 puntos, hasta los 52,7 puntos, por lo que se emplaza firmemente en la zona expansiva. Por su parte, según los datos de afiliación a la Seguridad Social, el año arrancó mejor de lo que se esperaba. Si bien, como es habitual en un mes de enero, la afiliación cayó, en términos desestacionalizados el empleo creció en 57.726 personas, lo que supone un aumento del 0,4% con relación al promedio del 4T 2022. Asimismo, por el lado del consumo, el monitor de consumo de CaixaBank Research muestra que en enero la actividad de tarjetas españolas habría mantenido la senda de recuperación que inició ya en diciembre, con un crecimiento del 10% interanual en enero, frente al 8% en diciembre y el 5% en noviembre.

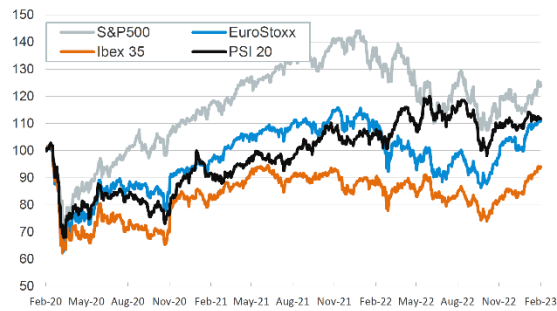
### **La inflación subyacente prosigue con su escalada, mientras que la general se estabiliza.**

La inflación general truncó su tendencia reciente de moderación y se colocó en el 5,8% en enero, 1 décima por encima del dato de diciembre. En contraposición, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) dio un fuerte empujón y escaló 5 décimas hasta el 7,5%, a pesar de la rebaja del IVA de algunos alimentos. El ligero repunte de la inflación general en enero se explica por el incremento de los precios de los carburantes, tras el fin de la bonificación de 20 céntimos por litro de combustible a todos los usuarios, y a una temporada de rebajas en los precios del vestido y calzado menor a la vista en enero del año pasado. No obstante, estas dinámicas se vieron prácticamente contrarrestadas por la importante caída de los precios de la electricidad. Según datos de Red Eléctrica española, la tarifa regulada se situó en los 129 €/MWh en el promedio de enero, lo que supone una caída interanual del 55%.

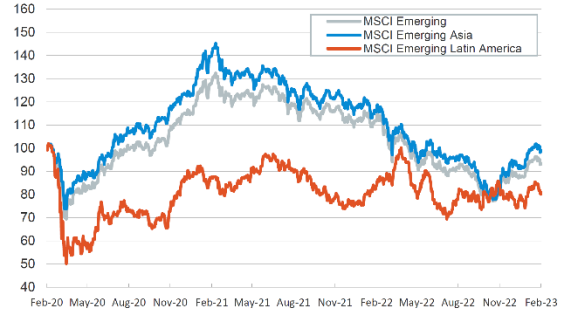
Con la colaboración de:



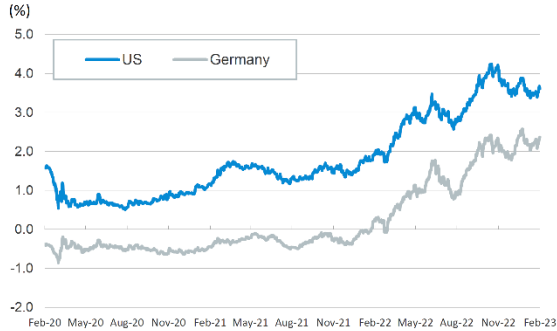
**Main advanced stock markets**  
Index (100=Three years ago)



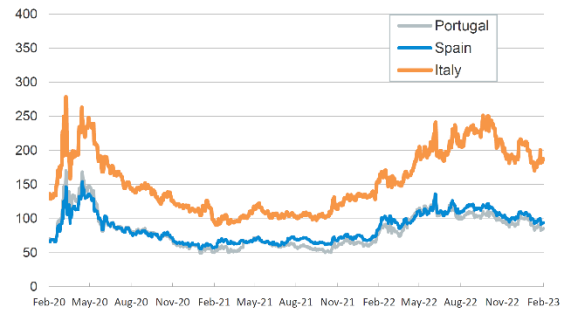
**Emerging economies stock markets**  
Index (100=Three years ago)



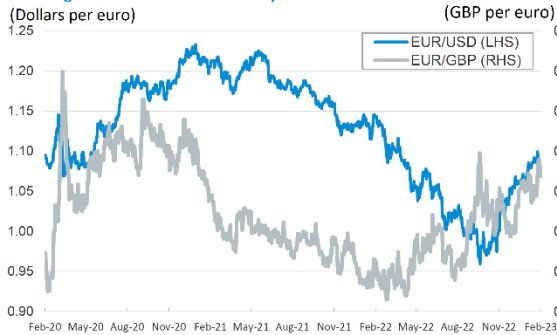
**Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany**



**Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal**  
(basis points)



**Exchange rate: Advanced-economy currencies**



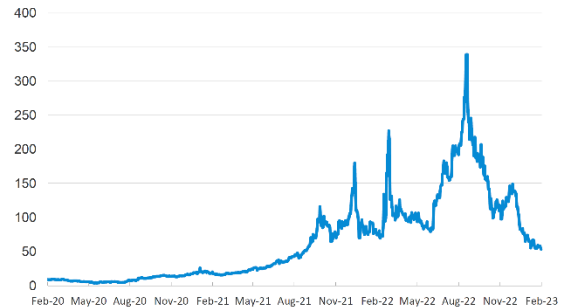
**Exchange rate: Emerging economies Index**



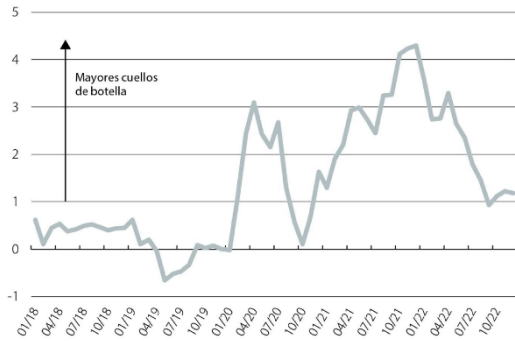
**Brent oil price**  
(US\$/barrel)



**Dutch TTF Natural gas price**  
(€/MWh)

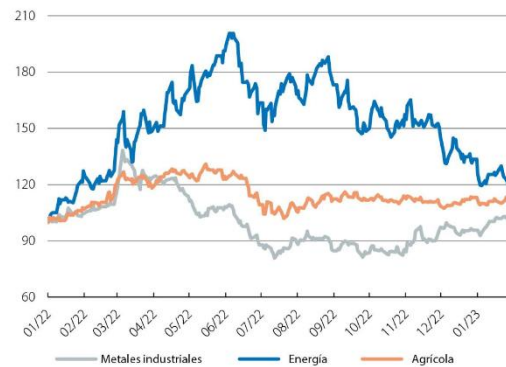


## Global: índice de presiones sobre la cadena de suministros (Desviaciones estándar respecto al promedio)



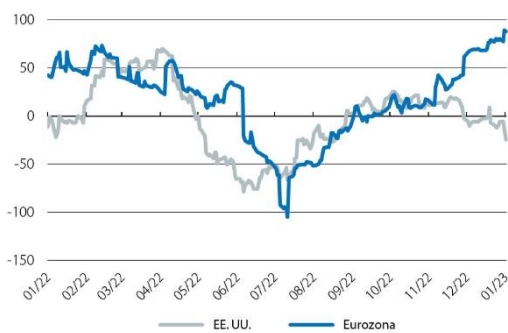
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.

## Precios de las materias primas Índice (100 = enero 2022)



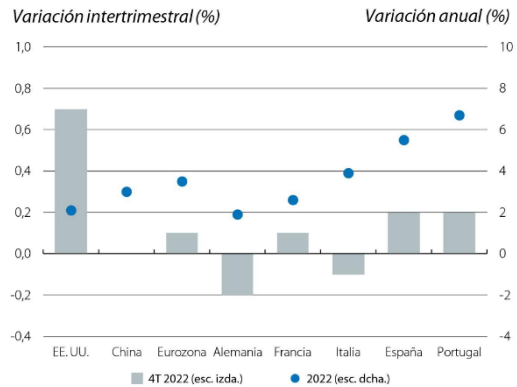
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Índice de sorpresas económicas \* Nivel



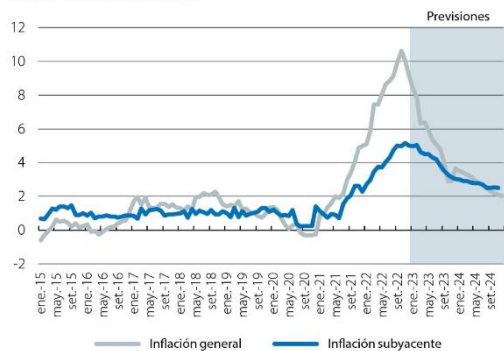
Notas: \* Se define como las desviaciones ponderadas históricas de las diferencias entre los datos publicados y las expectativas de los analistas. Un valor positivo implica que el dato publicado ha sido mejor de lo esperado; y si es negativo, señala que el dato decepcionó.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y de Refinitiv.

## Global: PIB



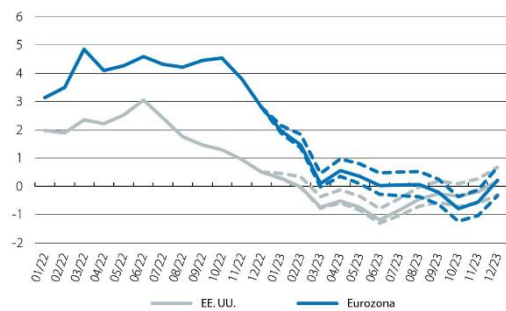
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA, de la Oficina Nacional de Estadística de China y de Eurostat.

## Eurozona: inflación general y subyacente Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de previsiones propias.

## Energía: contribución a la inflación general (p.p.)

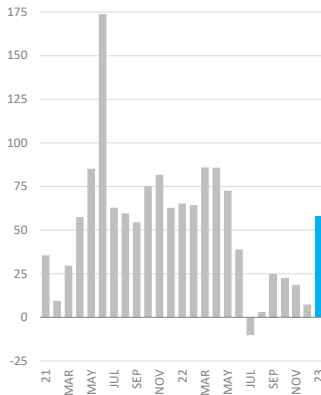


Notas: A partir de enero de 2023, las líneas sólidas muestran la contribución del componente energético estimada según nuestras previsiones de precios de petróleo y gas. Las líneas discontinuas corresponden a un escenario más severo (línea superior, con precios del gas parecidos a los de octubre de 2022 y el petróleo acelerando hasta los 110 dólares) y favorable (línea inferior, con precios del gas según los futuros de enero de 2023 y el petróleo alrededor de los 75 dólares).  
Fuente: CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Labor Statistics y de Bloomberg.

## Economía española

### Afiliados a la S.S

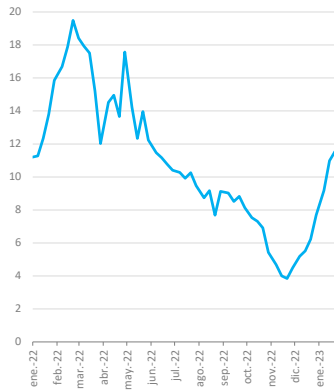
Variación intermensual en miles



Nota: Datos desestacionalizados.  
Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de MSSM.

### Gasto tarjetas españolas<sup>1</sup>

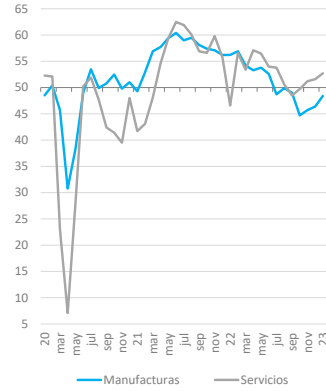
Variación interanual (%) Media móvil 4 semanas



Nota: (1) Se incluye la actividad de tarjetas emitidas por CaixaBank (excluyendo las de clientes provenientes o compartidos con Bankia) y la actividad de tarjetas extranjeras en TPV y cajeros de CaixaBank (excluyendo los de comercios provenientes y compartidos con Bankia).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

### PMI

Nivel



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Markit.

## Actividad de tarjetas en España

Variación interanual

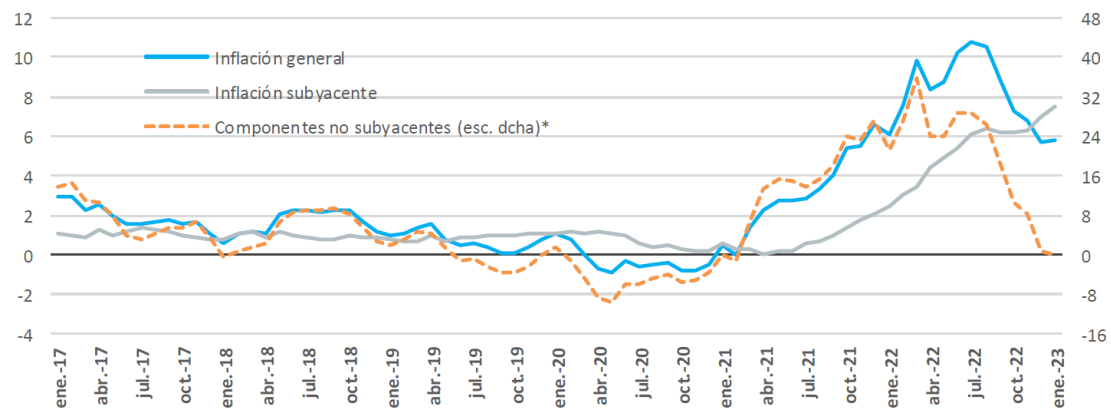
	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22	nov.-22	dic.-22	ene-23
<b>Tarjetas españolas</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>
Consumo presencial (exc. reintegros)	22%	19%	11%	9%	11%	12%	11%	7%	8%	12%	13%
• Bienes de 1ª necesidad	6%	13%	16%	16%	13%	18%	18%	16%	18%	15%	17%
• Retail	21%	9%	4%	1%	2%	8%	4%	-3%	-3%	8%	7%
• Transporte	30%	16%	-2%	-1%	2%	-7%	-2%	-3%	-3%	2%	-1%
• Ocio y restauración	81%	38%	17%	18%	24%	14%	14%	12%	15%	27%	26%
• Turismo (alojamiento, agencias...)	66%	40%	1%	7%	8%	-5%	3%	3%	7%	10%	18%
Reintegros	4%	2%	0%	-1%	-1%	0%	1%	-3%	-1%	0%	1%
e-commerce	16%	19%	17%	10%	19%	17%	13%	13%	6%	11%	14%
<b>Tarjetas extranjeras</b>	<b>169%</b>	<b>167%</b>	<b>59%</b>	<b>30%</b>	<b>75%</b>	<b>53%</b>	<b>49%</b>	<b>33%</b>	<b>24%</b>	<b>32%</b>	<b>48%</b>
Consumo presencial (exc. reintegros)	247%	205%	65%	32%	84%	57%	55%	36%	26%	33%	46%
Reintegros	39%	28%	1%	-11%	5%	1%	-4%	-6%	-13%	-15%	1%
e-commerce	107%	130%	62%	44%	69%	65%	53%	39%	39%	55%	76%
<b>Total españolas y extranjeras</b>	<b>23%</b>	<b>26%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>14%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>

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

<sup>1</sup> Este indicador incluye el gasto y reintegros con tarjetas emitidas por CaixaBank (tarjetas españolas), y el gasto y reintegros con tarjetas extranjeras en TPV y cajeros de CaixaBank. Se excluyen los clientes y TPV provenientes o compartidos con Bankia. Para más detalle, véase «Monitor de consumo de CaixaBank Research para la economía española», Documento de Trabajo CaixaBank Research 01/22.

## Evolución del IPC

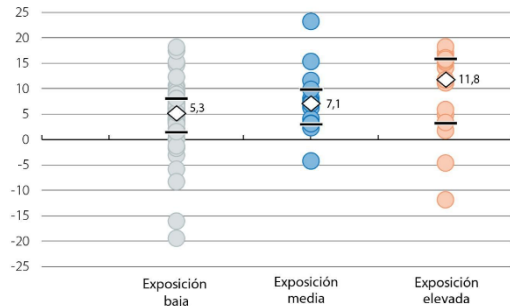
Variación interanual (%)



Nota: (\*) Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### IPC núcleo por clase y por exposición a los costes energéticos

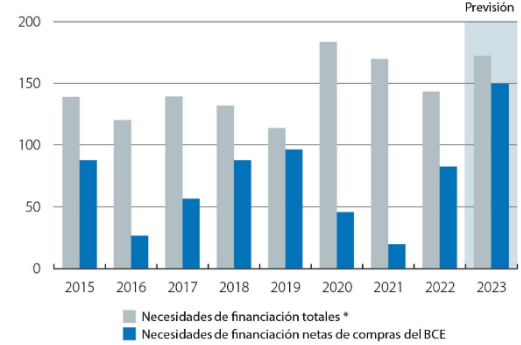
Variación entre diciembre de 2019 y diciembre de 2022 (%)



**Notas:** Los rombos blancos muestran la variación mediana y las barras negras, la variación del percentil 25 y 75. Para más información sobre la metodología, véase la nota 1 de este artículo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: necesidades de financiación

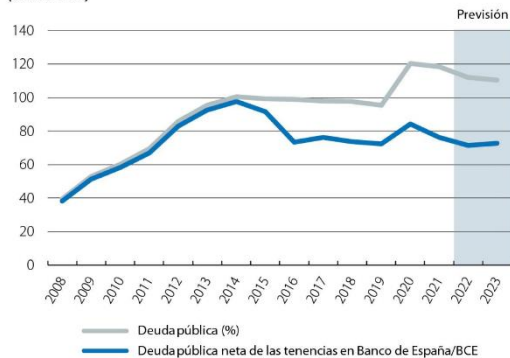
(Miles de millones de euros)



**Nota:** \* Las cifras de amortizaciones no incluyen las Letras. Por ejemplo, se amortizaron Letras por valor de 94.419 millones en 2022 y la Estrategia del Tesoro prevé que se amorticen 89.325 millones en 2023.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

### España: deuda pública

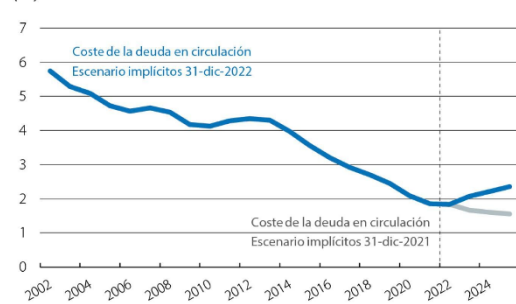
(% del PIB)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del BCE.

### España: coste de la deuda del Estado (bonos y obligaciones)

(%)



**Notas:** Coste de la deuda sin Letras. Como el vencimiento medio es de ocho años, la predicción se realiza a partir del tipo de mercado implícito a ocho años.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.