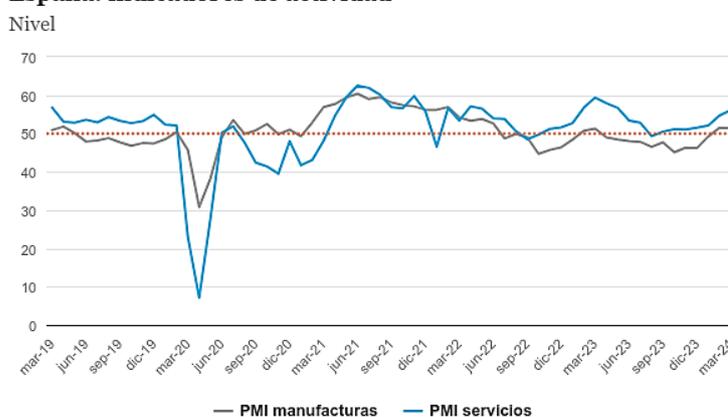


Economía española

Los indicadores de actividad de la economía española siguen arrojando cifras alentadoras en el 1T del año. En marzo, el índice PMI para el sector servicios mantuvo la tendencia al alza y subió 1,4 puntos hasta alcanzar los 56,1 puntos, el mejor registro desde mayo de 2023. El indicador homólogo para el sector industrial tuvo un comportamiento más comedido, al situarse en los 51,4 puntos, prácticamente el mismo registro que el mes anterior (51,5), pero consolida su posición en la zona del indicador que marca crecimiento de la actividad en el sector, por encima de los 50 puntos, tras situarse por debajo de este umbral en los 10 meses anteriores. Por el lado del consumo, en febrero las ventas minoristas repuntaron tras el bache de los dos meses anteriores y avanzaron un 0,5% intermensual. Por su parte, la producción industrial, corregida de efectos estacionales y de calendario, creció en febrero un 0,7% mensual y un 1,5% interanual, tras el 0,3% interanual anterior y marcó máximos en casi un año. El resultado de febrero se explica por el dinamismo en la producción de bienes de consumo no duradero y bienes de equipo, con un avance del 3,6% y 4,3% interanual, respectivamente.

España: indicadores de actividad



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

El sector turístico en España sigue arrojando cifras muy positivas. En febrero llegaron cerca de 5 millones de turistas extranjeros que gastaron 6.747 millones de euros, lo que, en términos interanuales, representa un avance del 15,9% y del 25,8%, respectivamente. Comparado con febrero de 2019, el resultado también es extraordinario: la llegada de turistas fue un 14,4% superior y su gasto, un 44,8% mayor. Estos datos parecen confirmar un cambio en el patrón del turismo extranjero, que ya no se concentra en los meses de verano. Finalmente, la revisión del dato de PIB del 4T 2023 que efectuó el INE confirmó que el crecimiento intertrimestral fue del 0,6%, aunque sí que hubo algunos cambios en la evolución por componentes respecto a la estimación inicial: se revisó a la baja el crecimiento intertrimestral del consumo público y, sobre todo, el privado, en 0,1 p. p. y 0,4 p. p. hasta el 0,2% y el 1,0%, respectivamente; pero se revisó al alza la inversión, que pasó de retroceder un 2,0% intertrimestral a un 1,6% (véase la [Nota Breve](#)).

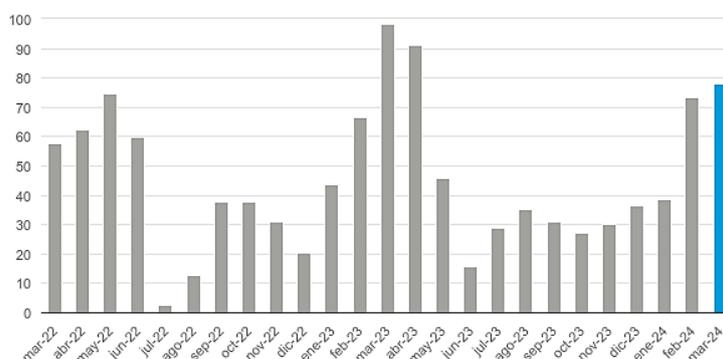
La electricidad y los carburantes empujan la inflación española por encima del 3%. Según datos preliminares, la inflación general subió en marzo 0,4 p. p., hasta el 3,2%, mientras que la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, prolongó su senda de moderación y cayó 0,2 p. p., hasta el 3,3%. El INE destaca el incremento de los precios de la electricidad y los carburantes, y el freno en los precios de los alimentos. Esta evolución de los precios de la electricidad refleja que el abaratamiento de la electricidad en los mercados mayoristas de marzo no logró compensar la subida en el tipo impositivo del 10% al 21%. En conjunto, tanto el dato de inflación general como el de inflación subyacente se han situado en el rango esperado por CaixaBank Research (véase la [Nota Breve](#)).

La creación de empleo se acelera en el 1T. La afiliación a la Seguridad Social aumentó en marzo en 193.585 personas, por debajo del dato excepcional del año pasado (206.410), pero muy por encima de lo que es habitual en un mes de marzo (139.682 de media en 2014-2019); además, en términos desestacionalizados se registra el mayor avance desde abril de 2023 (+77.876 trabajadores). De este modo, en el 1T 2024 los afiliados desestacionalizados que no están en

ERTE crecen a un ritmo intertrimestral del 0,7%, lo que supone una aceleración frente al 0,4% de los dos trimestres anteriores. En cuanto al paro registrado, descendió en 33.405 personas, una cifra algo inferior a las anotadas antes de la pandemia en este mes (-44.211 de media en 2014-2019) (véase la [Nota Breve](#)).

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)



Nota: *Serie desestacionalizada.

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

La tasa de ahorro en España aumentó de forma marcada en 2023. En el 4T 2023, la tasa de ahorro alcanzó un 13,1% de la renta disponible, muy por encima del 9,7% del 3T. De este modo, en el conjunto de 2023, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 11,7%, tras el 7,6% de 2022. Este resultado se explica por un crecimiento de la renta bruta de las familias (11,0%), muy superior al de su gasto (6,1%) gracias, en buena medida, al dinamismo del mercado laboral.

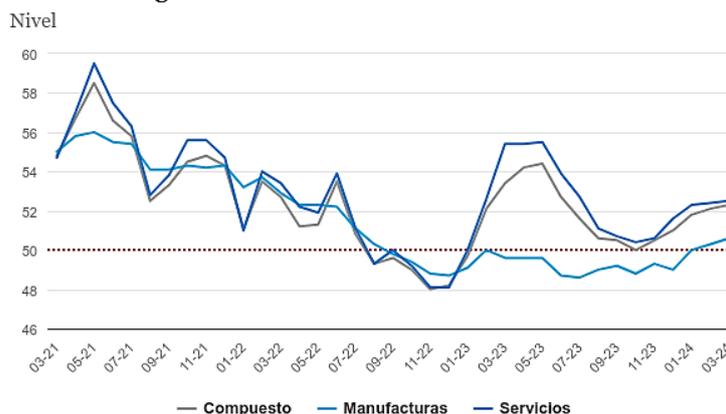
La elevada capacidad de financiación de la economía española permite corregir el endeudamiento externo. De hecho, en 2023, gracias a los superávits de las cuentas corriente y de capital, la capacidad de financiación ascendió al 3,7% del PIB, nuevo máximo histórico (1,5% en 2022). Con ello, la posición de inversión internacional neta (PIIN, saldo de los activos y pasivos financieros frente al resto del mundo) cerró el pasado año en el -52,8% del PIB, el mejor registro desde 2003 (-60,0% en 2022). Por su parte, la deuda externa bruta se situó en el 165,5% del PIB, por debajo del año anterior (172,8%) y del nivel de 2019 (169,7% del PIB).

Economía internacional

La actividad económica se fortalece de forma generalizada. En marzo, y por quinto mes consecutivo, el PMI compuesto de actividad global registró un nuevo avance: +0,2 puntos, hasta los 52,3 puntos. Las mejoras se produjeron tanto en el sector manufacturero como en el de servicios, gracias al impulso de la producción y de la demanda. Adicionalmente, y bajo la expectativa de un escenario de menor endurecimiento de las condiciones de financiación en los próximos trimestres, la confianza de los empresarios escaló hasta el nivel más alto en nueve meses. A nivel geográfico, también se apreció un incremento de la actividad generalizado, incluso en Francia y en Alemania, a pesar de la fragilidad que siguen mostrando sus indicadores.

China afronta un 1T bastante positivo. De hecho, en marzo, la encuesta oficial de clima empresarial PMI para el sector manufacturero repuntó hasta los 50,8 puntos (vs. 49,1 en febrero), máximo de un año. Igualmente, el PMI manufacturero Caixin aumentó de los 50,9 a los 51,1 puntos. Mirando por componentes, se intuye que la fortaleza del sector manufacturero viene explicada principalmente por el dinamismo del sector exportador, en un contexto de modesta mejora de las perspectivas para la demanda externa a corto plazo. Por otro lado, también parece mejorar la actividad en el sector residencial: el PMI oficial de la construcción aumentó de 53,5 a 56,2 puntos, reflejando el impacto de las diversas medidas de estímulo para el sector implementadas por las autoridades chinas a lo largo del último año. Por su parte, el PMI oficial de servicios muestra una mejora alentadora en este sector, repuntando hasta los 52,4 puntos en marzo (vs. 51,0 puntos en febrero).

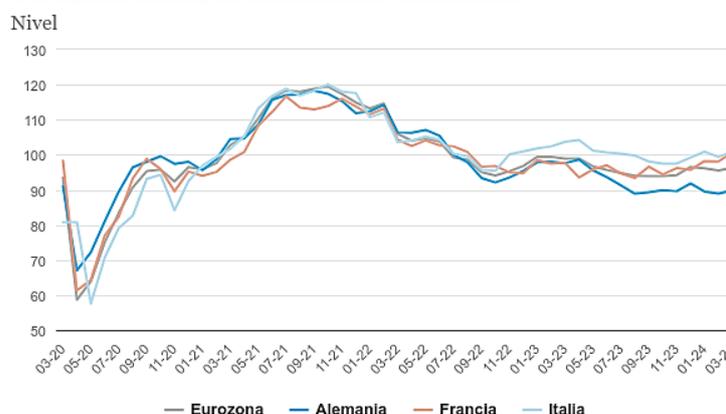
Indicadores globales PMI



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Expectativas de inflación a la baja en la eurozona en un contexto de incipiente recuperación de la actividad. De hecho, el índice de sentimiento económico (ISE) de la Comisión Europea para la eurozona subió en marzo 0,8 puntos, hasta un 96,3, todavía por debajo del umbral de 100 que marca crecimiento cercano a su media de largo plazo. En media del 1T 2024 el ISE se sitúa en un 96,0, tras el 94,9 del 4T 2023, lo que apunta a un comportamiento algo mejor de la actividad en este inicio del año, aunque todavía débil. Entre las grandes economías, en el mes de marzo todas, salvo Alemania (+0,9 puntos, hasta 89,9), superan ya el umbral de 100: Francia +2,6 puntos, hasta 100,7; Italia +1,5 puntos, hasta 100,9, y España -0,2 puntos, hasta 102. Por su parte, las expectativas de precios de venta recogidas en el informe muestran un modesto incremento en el sector manufacturero, pero logran caer algo en el sector minorista y en servicios, al tiempo que las expectativas de inflación de los consumidores vuelven a moderarse. Esta evolución parece anticipar nuevos descensos en la inflación de la eurozona, que ya en marzo cayó 0,2 p. p., tanto en la general, hasta el 2,4%, como en la núcleo, hasta el 2,9% (véase la [Nota Breve](#)).

Eurozona: índice de sentimiento económico



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

La economía de EE. UU. estaría registrando una desaceleración modesta en el 1T. Los índices de clima empresarial ISM de marzo se situaron por encima del umbral de 50 puntos que indica crecimiento positivo, reforzando la hipótesis de que la actividad económica en EE. UU. se encuentra en un proceso de *soft landing* muy gradual. En concreto, el índice de manufacturas aumentó 2,5 puntos, hasta los 50,3, volviendo a zona expansiva tras año y medio en zona de caídas de actividad, mientras que el de servicios retrocedió 1,2 puntos, pero sigue en zona expansiva con un nivel de 51,4. En este sentido, los modelos de *nowcasting* de la Reserva Federal de Atlanta y de Nueva York apuntan, respectivamente, a un crecimiento del PIB en el 1T del 0,62% y 0,46% intertrimestral, tras el 0,84% del 4T 2023. En cuanto al mercado laboral, las señales siguen siendo de fortaleza. Por un lado, en febrero hubo 8,76 millones de vacantes de empleo (8,75 millones en enero tras revisarse en 115.000 a la baja), y, por otro lado, la encuesta de empleo ADP mostró en marzo una creación de 184.000 empleos (frente a los 150.000 que esperaba el consenso de Bloomberg y los 155.000 del mes anterior).

Mercados financieros

Los mercados cotizan un posible retraso en la primera bajada de los tipos en EE. UU. El 2T del año comienza con las miras de los inversores puestas en el calendario de las reuniones de los principales bancos centrales y en el repunte de los riesgos geopolíticos. Mientras que el nuevo descenso en marzo de la inflación de la eurozona (véase la noticia de Economía internacional) apuntalaba el plan del BCE de reducir los tipos de interés en junio, en EE. UU. la fortaleza del mercado laboral, recogida por distintos indicadores, y la persistencia de las presiones inflacionistas derivadas del auge de los precios de la energía, sembraron cierta cautela entre los inversores a la hora de estimar cuándo comenzará el descenso de los *fed funds*. En este sentido, las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, señalando que son necesarios más datos que corroboren la sostenibilidad de las caídas de la inflación para comenzar las bajadas de tipos, unidas a las de algunos miembros de la Fed en tono más *hawkish*, provocaron que los inversores redujeran la probabilidad del recorte de los tipos de interés en junio al 56%, así como que solo anticipen tres bajadas en el conjunto del año. Este cambio de expectativas se saldó con la contención de los tipos a corto plazo y el aumento de la rentabilidad del *treasury* a 10 años (+11 p. b. hasta el 4,65%). En la eurozona, también se produjo un aumento de la pendiente de las curvas, aunque menos acusado. Por su parte, esta incertidumbre se reflejó en escasas variaciones en los principales índices bursátiles. En la otra cara de la moneda, el aumento de las tensiones geopolíticas está teniendo un claro impacto en las *commodities*. El precio del oro, considerado como activo refugio, marcó un nuevo máximo histórico al cotizar a 2.300 dólares por onza, y el precio del barril de Brent superó la barrera de los 90 dólares, por primera vez en cinco meses, debido a nuevas tensiones por el lado de la oferta (menor producción en EE. UU., confirmación de los recortes voluntarios de la OPEP y aliados, y ataques a infraestructuras petrolíferas en Rusia).

El BCE, a la espera de junio. El comportamiento de la economía de la eurozona es propicio a un recorte de tipos, con la inflación acercándose al 2%, sin indicios de efectos de segunda ronda que vayan a comprometer el objetivo y una actividad todavía apática, con elevada incertidumbre y de debilidad en la demanda exterior. Con todo, el BCE se acerca a esta distensión monetaria con cautela y cierto sesgo antiinflacionista, dado que hay algunos componentes de la inflación que son más inerciales, siguen en tasas elevadas y, además, todavía no se ha disipado el temor a una retroalimentación entre precios, salarios y márgenes empresariales. Por ello, el BCE quiere ver más datos en la buena dirección antes de mover ficha. Es más, lleva semanas haciendo explícito que en abril la información disponible es todavía demasiado escasa y que no será hasta junio cuando haya suficientes datos que avalen un cambio de fase monetaria. Con todo ello, en abril lo más probable es que haya ajustes comunicativos para reforzar la perspectiva de un recorte en junio y, quizás, alguna pista sobre la dirección y velocidad de la política monetaria a partir de julio. Nuestra previsión es de un recorte de 25 p. b. en junio (casi un 100% de probabilidad según las últimas cotizaciones financieras) y que el tipo *depo* cierre 2024 en el 3,00%, frente al 4,00% actual (bastante en línea con las expectativas que barajan los mercados financieros, que descuentan plenamente tres bajadas de 25 p. b. en el conjunto del año y asignan una probabilidad algo superior al 50% a un cuarto recorte) (véase la [Nota Breve](#)).

		4-4-24	29-3-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,89	3,89	0	-2	84
	EE. UU. (SOFR)	5,30	5,30	+0	-3	38
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,66	3,67	-1	15	3
	EE. UU. (SOFR)	5,06	5,00	+6	29	44
Tipos 2 años	Alemania	2,86	2,85	+1	46	34
	EE. UU.	4,65	4,62	+3	40	87
Tipos 10 años	Alemania	2,36	2,30	6	42	18
	EE. UU.	4,31	4,20	11	43	100
	España	3,19	3,16	3	29	-2
	Portugal	3,04	3,01	3	48	0
Prima de riesgo (10 años)	España	83	86	-4	-13	-20
	Portugal	68	71	-3	7	-17
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		5.147	5.254	-2,0%	7,9%	25,8%
Euro Stoxx 50		5.071	5.083	-0,2%	12,1%	18,0%
IBEX 35		11.091	11.075	0,1%	10,0%	19,8%
PSI 20		6.310	6.281	0,5%	-1,4%	3,7%
MSCI emergentes		1.049	1.043	0,5%	2,4%	6,2%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,084	1,079	0,4%	-1,8%	-0,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,857	0,855	0,3%	-1,1%	-2,1%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,233	7,222	0,1%	1,9%	5,1%
USD/MXN	pesos por dólar	16,588	16,559	0,2%	-2,3%	-9,4%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		102,3	99,5	2,8%	3,7%	-4,1%
Brent a un mes	\$/barril	90,7	87,5	3,6%	17,7%	6,7%
Gas n. a un mes	€/MWh	26,2	27,3	-4,1%	-19,0%	-41,2%