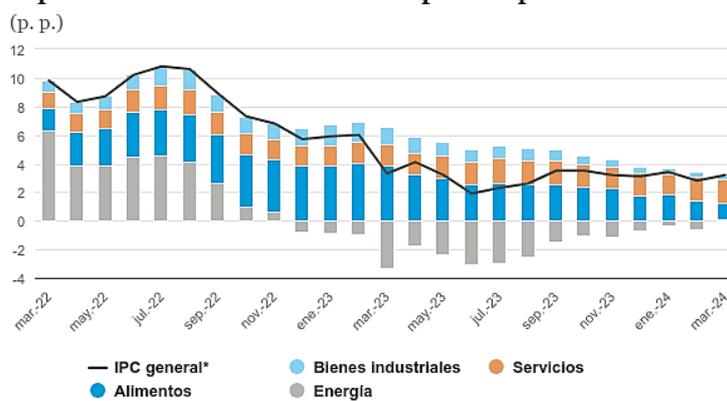


## Economía española

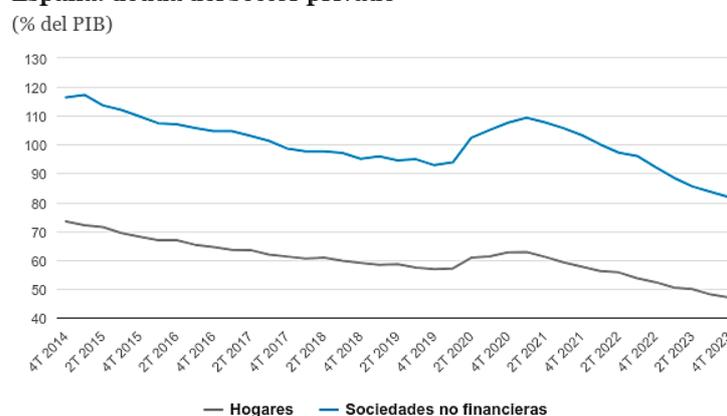
**La inflación núcleo se mantuvo en marzo en el 3,0% en España por tercer mes consecutivo.** Los datos finales confirman que la inflación general se situó en marzo en el 3,2% (2,8% en febrero) y la subyacente en el 3,3% (3,5% en febrero). Por su parte, la inflación núcleo se mantuvo en el 3,0% por tercer mes consecutivo, debido, sobre todo, a que la inflación en servicios se mantuvo estable en el 3,9%. La inflación de los alimentos descendió 0,9 p. p., hasta el 4,3% interanual, gracias tanto a los alimentos elaborados (-0,6 p. p., hasta 4,7% interanual), como a los no elaborados (-1,9 p. p., hasta 3,1% interanual). Por último, la inflación de la energía aumentó hasta el 1,6% (-4,7% en febrero) y acusó la fuerte subida de los precios de la electricidad hasta el 7,0% interanual (-7,7% anterior), tras la reinstauración de un IVA del 21% a la electricidad (en el 10% desde junio de 2021).

**España: contribución a la inflación por componentes**



**Notable caída de la deuda del sector privado no financiero en España en 2023.** Los hogares redujeron su endeudamiento en 2023 en 18.272 millones de euros, una caída del 2,6% respecto al nivel de endeudamiento de 2022 en un contexto de subidas de tipos de interés. Así, la deuda de los hogares en términos de PIB se situó en el 46,9% (53,6% en la eurozona), una cifra 5,4 p. p. inferior a la de 2022 y mínima desde septiembre de 2001. Por su parte, la deuda de las sociedades no financieras (no consolidada y en términos nominales) cayó en 46.250 millones de euros, un descenso del 3,7% respecto a 2022. En términos de PIB, descendió al 81,7%, tras el 92,2% de 2022, por debajo de la media de la eurozona (95,4% del PIB) y similares a los de 2002.

**España: deuda del sector privado**



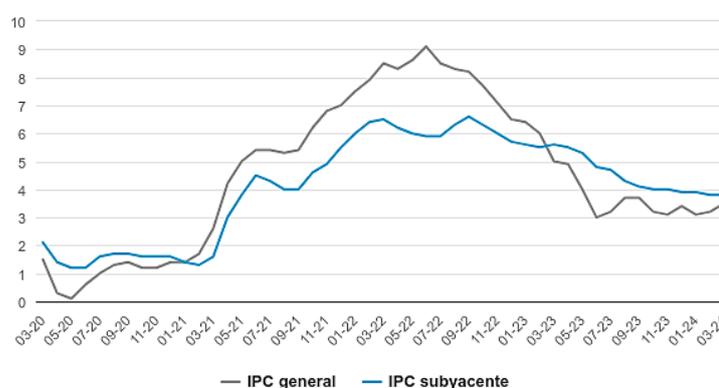
**Datos modestos de facturación en febrero en España.** Las ventas interiores de las grandes empresas, en términos reales y ajustadas por estacionalidad, cayeron un 0,4% intermensual en febrero, lo que sitúa su avance interanual en el 1,1%, tras el 1,4% anterior. De este modo, en promedio de enero y febrero, las ventas interiores se situaron un 0,1% por debajo de la media del 4T 2023. Por destino, en febrero las ventas de bienes de consumo retrocedieron un 0,6% intermensual y las de bienes intermedios un 0,7%, mientras que las de bienes de capital aumentaron un 1,5% intermensual.

## Economía internacional

**La «última milla» de la inflación en EE. UU. se va a hacer más larga de lo esperado.** En marzo, la inflación repuntó del 3,2% al 3,5%, acusando unos mayores precios energéticos y una persistencia en niveles elevados de la mayoría de los servicios. De hecho, el precio de los bienes se situó en el -0,7% interanual y, en su conjunto, la inflación núcleo se mantuvo en el 3,8%. Precisamente, la evolución de este último componente es la que más preocupa a la Reserva Federal, ya que la modesta corrección que muestra *shelter* (el precio de los alquileres, en el 5,6% interanual) y el resto de los servicios (en el 5,0%) puede posponer el inicio de las bajadas de tipos (véase la sección de Mercados financieros). De cara a los próximos meses, pensamos que la inflación debería moderarse de la mano de unos menores precios de los alquileres y del *pass-through* de unos tipos de interés elevados que enfriarían la actividad, los salarios y, por ende, el precio del resto de los servicios. Sin embargo, este proceso de corrección de la inflación podría ser mucho más gradual de lo anticipado a finales del año pasado (véase la [Nota Breve](#)).

### EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



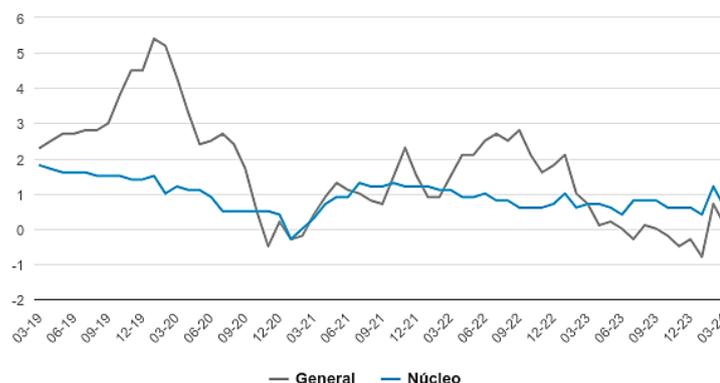
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

**El deterioro de la actividad industrial podría haber tocado suelo ya en Alemania.** De hecho, la producción manufacturera logró crecer en febrero un 1,8% intermensual, tras aumentar un 1,4% en enero, lo que apunta a cierta reactivación de la actividad industrial en el 1T 2024. Por su parte, en Francia la producción de manufacturas apenas creció un 0,2% mensual, tras caer un 0,9% en enero, y muestra una situación de práctico estancamiento de la actividad industrial desde verano del pasado año. En suma, señales que apuntan a que la crisis de la industria en las economías centrales de la eurozona habría tocado suelo, pero que todavía queda un largo camino por recorrer: en Alemania, la producción manufacturera es todavía un 6,8% inferior a su nivel previo a la guerra en Ucrania, y en Francia está aún un 1,8% por debajo.

**La inflación vuelve a caer en China, aunque logra mantenerse en terreno positivo.** De hecho, la inflación general bajó al 0,1% en marzo, tras el 0,7% anterior, cifra inferior a lo esperado por el consenso de los analistas y que subraya la debilidad de la demanda interna, en un entorno de persistentes presiones a la baja de los precios industriales, de sobrecapacidad productiva y ralentización de las exportaciones. El descenso de la inflación de marzo se explica por una caída de 0,6 p. p. de la inflación núcleo hasta el 0,6%, resultado del descenso de la inflación en servicios. Por otro lado, el exceso de capacidad en el sector manufacturero sigue pasando factura a los precios industriales, que se mantienen en marzo en terreno deflacionista: -2,8% interanual, vs. -2,7%.

### China: IPC

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

## Mercados financieros

**El BCE empezará a bajar tipos en junio.** La del 11 de abril fue una reunión de transición para el BCE, sin cambios en su política monetaria (*depo* en el 4,00% y *refi* en el 4,50%), pero que refuerza la expectativa de un primer recorte de tipos en junio y sugiere prudencia sobre la senda a seguir a partir de entonces. El BCE mantuvo la cautela al contrastar el descenso de la inflación general hasta el 2,4% en marzo, con la inercia que exhibe la inflación en servicios (en el 4,0% desde noviembre), pero también reconoció que la gran mayoría de indicadores apuntan a una reducción de las presiones inflacionistas subyacentes. Así, el BCE ajustó su comunicación para apuntar a un próximo recorte de tipos (si «los datos y las proyecciones de inflación, así como la transmisión de la política monetaria» les siguen dando confianza), pero también señaló que, más allá de este recorte, no habrá una senda predeterminada de bajadas, sino que seguirán tomando decisiones «reunión a reunión» en función de los datos. De confirmarse este primer recorte en junio, con toda probabilidad ello supondría mover ficha antes de la Fed, una anticipación que genera algunas suspicacias pero que no parece incomodar al BCE: en palabras de la propia Lagarde, el BCE se mueve «por los datos, no por la Fed». Con todo ello, los mercados terminaron la semana asignando una probabilidad del 90% a un recorte de 25 p. b. en junio y descontando un tipo *depo* en el 3,25% a diciembre de 2024 (véase la [Nota Breve](#)).

**Los mercados financieros descuentan cierta divergencia entre la futura política monetaria de EE. UU. y la eurozona.** Tras la sorpresa al alza en el último dato de inflación americano (véase la noticia de Economía internacional), los mercados rápidamente ajustaron sus expectativas acerca del momento en el que la Fed iniciaría los recortes de tipos. De hecho, se han aplazado hasta septiembre, desde junio, al cuestionarse las motivaciones que tendría la Fed en bajar tipos, dado el actual dinamismo económico en un contexto en el que la inflación muestra resistencia a la baja. Así, la probabilidad de un recorte en junio pasó del 60% en las sesiones previas a la publicación del dato de inflación, a situarse en un mero 20%, mientras que aumentaba la probabilidad para septiembre hasta el 100%. Este cambio de expectativas generó un repunte significativo de las rentabilidades de la deuda soberana de EE. UU. en todos los tramos de la curva, que ascendió a más de 30 p. b. en los tramos medios y largos. En la eurozona, principalmente por un efecto contagio, los tipos soberanos también repuntaron, aunque con mucha menos intensidad. Y es que los mercados sí esperan que el BCE realice una primera bajada de 25 p. b. en junio, hecho que confirmó ayer Christine Lagarde en sus declaraciones, tras la reunión del BCE (véase la noticia previa). Esta confluencia de eventos, es decir, una bajada en junio en la eurozona junto con unos tipos que tardarán más en bajar en EE. UU., debilitaron al euro, que, en su cruce frente al dólar, cerró la semana en niveles por debajo de 1,07 euros por dólar. Por su parte, los mercados de renta variable cerraron la semana en tono mixto, con los principales índices de la eurozona con pérdidas, y un retroceso más marcado del sector financiero, mientras que los índices americanos finalizaron al alza a la expectativa del inicio de la temporada de resultados del primer trimestre del año que acaba de comenzar. Por otro lado, el incremento de las tensiones geopolíticas, tanto en Ucrania como en Oriente Próximo, han impulsado significativamente los precios de las materias primas, llevando al oro a tocar nuevos máximos, al barril de Brent a traspasar la barrera de 90 dólares/barril y a la referencia de gas europeo a rozar los 30 euros/MWh.

**Las actas de la última reunión de la Fed quedan desfasadas tras el último dato de inflación.** En las actas de la reunión del mes de marzo se explica que «casi todos» los miembros de la Fed preveían que, en algún momento del año, sería apropiado empezar a bajar los tipos de interés. Esto, junto con el *dot plot* publicado (en el cual el votante mediano preveía tres recortes de tipos en 2024) y la constatación de que se había realizado un «progreso significativo» en el proceso desinflationista, hacía pensar que la Fed empezaría a bajar los tipos de interés ya en junio. Sin embargo, el dato de inflación de marzo (véase la noticia en Economía internacional) cuestiona esta expectativa y es posible que, de ahora en adelante, domine el mensaje que se incluía también en las actas de que sería necesario tener una mayor confianza en que la inflación alcanzará el 2% de forma sostenida antes de empezar a bajar los tipos de interés.

		11-4-24	5-4-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
<b>Tipos</b>		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,91	3,89	2	0	78
	EE. UU. (SOFR)	5,33	5,29	+4	0	34
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,73	3,66	+7	22	8
	EE. UU. (SOFR)	5,20	5,03	+17	43	43
Tipos 2 años	Alemania	2,96	2,88	+8	56	16
	EE. UU.	4,96	4,75	+21	71	100
Tipos 10 años	Alemania	2,46	2,40	6	52	9
	EE. UU.	4,59	4,40	19	71	120
	España	3,28	3,23	5	38	-13
	Portugal	3,14	3,08	7	59	-8
Prima de riesgo (10 años)	España	82	84	-1	-14	-22
	Portugal	68	68	0	7	-17
<b>Renta variable</b>		(porcentaje)				
S&P 500		5.199	5.204	-0,1%	9,0%	27,1%
Euro Stoxx 50		4.967	5.015	-1,0%	9,8%	14,6%
IBEX 35		10.650	10.916	-2,4%	5,6%	14,8%
PSI 20		6.296	6.219	1,2%	-1,6%	2,4%
MSCI emergentes		1.055	1.046	0,9%	3,1%	6,2%
<b>Divisas</b>		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,073	1,084	-1,0%	-2,8%	-2,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,854	0,857	-0,4%	-1,4%	-2,9%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,237	7,233	0,1%	1,9%	5,3%
USD/MXN	pesos por dólar	16,440	16,453	-0,1%	-3,1%	-9,0%
<b>Materias Primas</b>		(porcentaje)				
Índice global		102,3	102,9	-0,5%	3,8%	-4,9%
Brent a un mes	\$/barril	89,7	91,2	-1,6%	16,5%	2,8%
Gas n. a un mes	€/MWh	29,4	26,6	10,4%	-9,2%	-31,5%

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