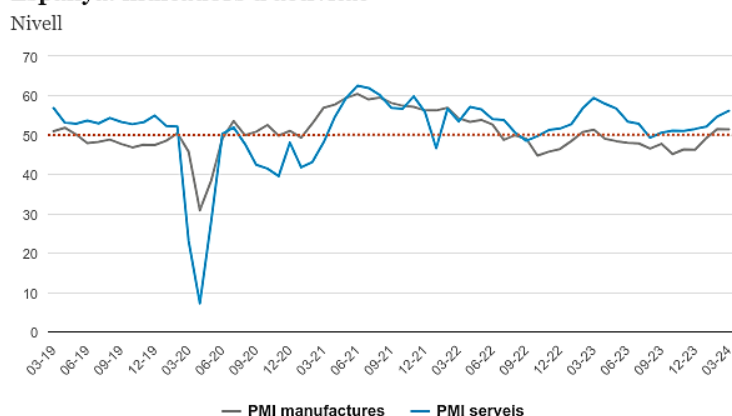


Economia espanyola

Els indicadors d'activitat de l'economia espanyola continuen llançant xifres encoratjadores en el 1T d'enguany. Al març, l'índex PMI per al sector serveis va mantenir la tendència a l'alça i va pujar 1,4 punts fins a assolir els 56,1 punts, el millor registre des del maig del 2023. L'indicador homòleg per al sector industrial va tenir un comportament més mesurat, en situar-se en els 51,4 punts, pràcticament el mateix registre que el mes anterior (51,5), però consolida la seva posició a la zona de l'indicador que marca creixement de l'activitat al sector, per sobre dels 50 punts, després de situar-se per sota d'aquest llindar en els 10 mesos anteriors. Pel costat del consum, al febrer les vendes al detall van repuntar després del sotrac dels dos mesos anteriors i van avançar el 0,5% intermensual. Per la seva banda, la producció industrial, corregida d'efectes estacionals i de calendari, va créixer al febrer un 0,7% mensual i un 1,5% interanual, després del 0,3% interanual anterior i va marcar màxims gairebé un any. El resultat del febrer s'explica pel dinamisme a la producció de béns de consum no durador i béns d'equipament, amb un avanç del 3,6% i 4,3% interanual, respectivament.

Espanya: indicadors d'activitat



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

El sector turístic a Espanya continua donant xifres molt positives. Al febrer van arribar prop de 5 milions de turistes estrangers que van gastar 6.747 milions d'euros, cosa que, en termes interanuals, representa un avanç del 15,9% i del 25,8%, respectivament. Comparat amb el febrer del 2019, el resultat també és extraordinari: l'arribada de turistes va ser un 14,4% superior i la despesa, un 44,8% més gran. Sembla que aquestes dades confirmen un canvi en el patró del turisme estranger, que ja no es concentra en els mesos d'estiu. Finalment, la revisió de la dada de PIB del 4T 2023 que va efectuar l'INE va confirmar que el creixement intertrimestral va ser del 0,6%, tot i que sí que hi va haver alguns canvis en l'evolució per components respecte a l'estimació inicial: es va revisar a la baixa el creixement intertrimestral del consum públic i, sobretot, el privat, a 0,1 p. p. i 0,4 p. p. fins al 0,2% i 1,0%, respectivament; però es va revisar a l'alça la inversió, que va passar de recular el 2,0% intertrimestral a l'1,6% (vegeu la [Nota Breve](#)).

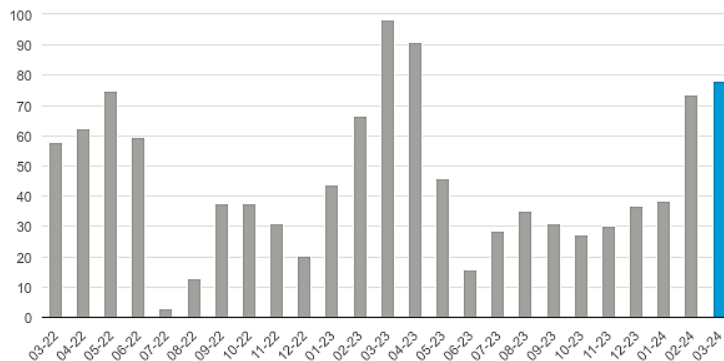
L'electricitat i els carburants empenyen la inflació espanyola per sobre del 3%. Segons dades preliminars, la inflació general va pujar al març 0,4 p. p., fins al 3,2%, mentre que la inflació subjacent, que exclou energia i aliments no elaborats, va perllongar el camí de moderació i va caure 0,2 p. p., fins al 3,3%. L'INE destaca l'increment dels preus de l'electricitat i els carburants i el fre en els preus dels aliments. Aquesta evolució dels preus de l'electricitat reflecteix que l'abaratiment de l'electricitat als mercats majoristes del març no va aconseguir compensar la pujada del tipus impositiu del 10% al 21%. En conjunt, tant la dada d'inflació general com la d'inflació subjacent s'han situat al rang esperat per CaixaBank Research (vegeu la [Nota Breve](#)).

La creació d'ocupació s'accelera en el 1T. L'afiliació a la Seguretat Social va augmentar el març en 193.585 persones, per sota de la dada excepcional de l'any passat (206.410), però molt per sobre del que és habitual en un mes de març (139.682 de mitjana el 2014-2019); a més, en termes desestacionalitzats es registra el major avanç des de l'abril del 2023 (+77.876 treballadors). D'aquesta manera, en el 1T 2024 els afiliats desestacionalitzats que no són en ERTO

creixen a un ritme intertrimestral del 0,7%, fet que suposa una acceleració davant del 0,4% dels dos trimestres anteriors. Pel que fa a l'atur registrat, va baixar en 33.405 persones, una xifra una mica inferior a les anotades abans de la pandèmia aquest mes (-44.211 de mitjana el 2014-2019) (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

Variació intermensual (milers)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MITES.

La taxa d'estalvi a Espanya va augmentar de manera marcada el 2023. En el 4T 2023, la taxa d'estalvi va assolir un 13,1% de la renda disponible, molt per sobre del 9,7% del 3T. D'aquesta manera, al conjunt del 2023, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en l'11,7%, després del 7,6% del 2022. Aquest resultat s'explica per un creixement de la renda bruta de les famílies (11,0%), molt superior a la despesa (6,1%) gràcies, en bona mesura, al dinamisme del mercat laboral.

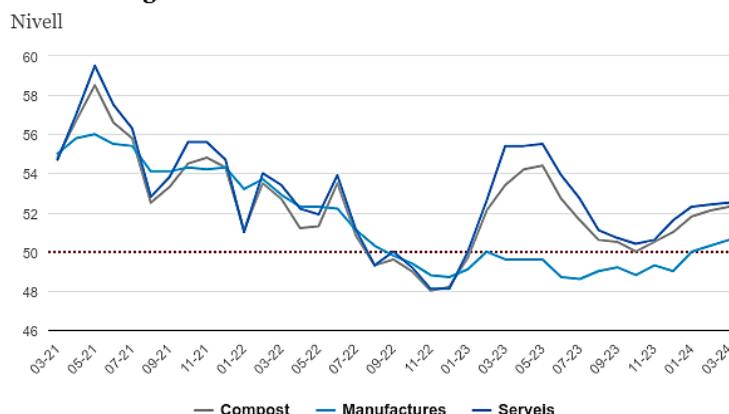
L'elevada capacitat de finançament de l'economia espanyola permet corregir l'endeutament extern. De fet, el 2023, gràcies als superàvits dels comptes corrent i de capital, la capacitat de finançament va pujar al 3,7% del PIB, nou màxim històric (1,5% el 2022). Amb això, la posició d'inversió internacional neta (PIIN, saldo dels actius i passius financers davant de la resta del món) va tancar l'any passat en el-52,8% del PIB, el millor registre des del 2003 (-60,0% el 2022). Per la seva banda, el deute extern brut es va situar en el 165,5% del PIB, per sota de l'any anterior (172,8%) i del nivell del 2019 (169,7% del PIB).

Economia internacional

L'activitat econòmica s'enforteix de manera generalitzada. Al març, i per cinquè mes consecutiu, el PMI compost d'activitat global va registrar un nou avanç: +0,2 punts, fins als 52,3 punts. Les millores es van produir tant al sector manufacturer com al de serveis, gràcies a l'impuls de la producció i de la demanda. Addicionalment, i sota l'expectativa d'un escenari de menys enduriment de les condicions de finançament els propers trimestres, la confiança dels empresaris va escalar fins al nivell més alt en nou mesos. A nivell geogràfic, també es va apreciar un increment de l'activitat generalitzat, fins i tot a França i a Alemanya, malgrat la fragilitat que continuen mostrant els seus indicadors.

La Xina afronta un 1T força positiu. De fet, al març, l'enquesta oficial de clima empresarial PMI per al sector manufacturer va repuntar fins als 50,8 punts (vs. 49,1 al febrer), màxim d'un any. De la mateixa manera, el PMI manufacturer Caixin va augmentar dels 50,9 als 51,1 punts. Mirant per components, s'intueix que la fortalesa del sector manufacturer s'explica principalment pel dinamisme del sector exportador, en un context de modesta millora de les perspectives per a la demanda externa a curt termini. D'altra banda, també sembla millorar l'activitat al sector residencial: el PMI oficial de la construcció va augmentar de 53,5 a 56,2 punts, reflectint l'impacte de les diverses mesures d'estímul per al sector implementades per les autoritats xineses al llarg del darrer any. Per la seva banda, el PMI oficial de serveis mostra una millora encoratjadora en aquest sector, repuntant fins als 52,4 punts al març (vs. 51,0 punts al febrer).

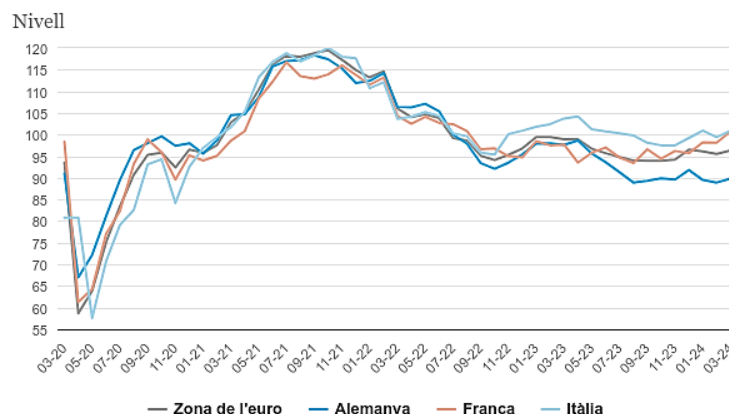
Indicadors globals PMI



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Expectatives d'inflació a la baixa a la zona de l'euro en un context de recuperació incipient de l'activitat. De fet, l'índex de sentiment econòmic (ISE) de la Comissió Europea per a la zona de l'euro va pujar al març 0,8 punts, fins a un 96,3, encara per sota del llindar de 100 que marca creixement proper a la mitjana de llarg termini. La mitjana del 1T 2024 de l'ISE se situa en un 96,0, després del 94,9 del 4T 2023, fet que apunta a un comportament una mica millor de l'activitat en aquest inici de l'any, tot i que encara feble. Entre les grans economies, al mes de març totes, excepte Alemanya (+0,9 punts, fins a 89,9), ja superen el llindar de 100: França +2,6 punts, fins a 100,7; Itàlia +1,5 punts, fins a 100,9, i Espanya -0,2 punts, fins a 102. Per la seva banda, les expectatives de preus de venda recollides a l'informe mostren un increment modest al sector manufacturer, però aconseguen caure una mica al sector del detall i a serveis, alhora que les expectatives d'inflació dels consumidors es tornen a moderar. Aquesta evolució sembla anticipar nous descensos en la inflació de la zona de l'euro, que ja al març va caure 0,2 p. p., tant a la general, fins al 2,4%, com a la nucli, fins al 2,9% (vegeu la [Nota Breve](#)).

Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

L'economia dels EUA estaria registrant una desacceleració modesta en el 1T. Els índexs de clima empresarial ISM del març es van situar per sobre del llindar de 50 punts que indica creixement positiu, reforçant la hipòtesi que l'activitat econòmica als EUA es troba en un procés de *soft landing* molt gradual. En concret, l'índex de manufactures va augmentar 2,5 punts, fins als 50,3, i va tornar a zona expansiva després d'un any i mig en zona de caigudes d'activitat, mentre que el de serveis va retrocedir 1,2 punts, però continua en zona expansiva amb un nivell de 51,4. En aquest sentit, els models de *nowcasting* de la Reserva Federal d'Atlanta i de Nova York apunten, respectivament, a un creixement del PIB en el 1T del 0,62% i el 0,46% intertrimestral, després del 0,84% del 4T 2023. Pel que fa al mercat laboral, els senyals continuen sent de fortlesa. D'una banda, al febrer hi va haver 8,76 milions de vacants d'ocupació (8,75 milions al gener després de revisar-se en 115.000 a la baixa), i, de l'altra, l'enquesta d'ocupació ADP va mostrar al març una creació de 184.000 llocs de treball (davant els 150.000 que esperava el consens de Bloomberg i els 155.000 del mes anterior).

Mercats financers

Els mercats cotitzen un possible retard en la primera baixada dels tipus als EUA. El 2T de l'any comença amb les mires dels inversors posades al calendari de les reunions dels principals bancs centrals i al repunt dels riscos geopolítics. Mentre que el nou descens al març de la inflació de la zona de l'euro (vegeu la notícia d'Economia internacional) apuntalava el pla del BCE de reduir els tipus d'interès al juny, als EUA la fortalesa del mercat laboral, recollida per diferents indicadors, i la persistència de les pressions inflacionistes derivades de l'auge dels preus de l'energia, van sembrar certa cautela entre els inversors a l'hora d'estimar quan començarà el descens dels *fed funds*. En aquest sentit, les declaracions del president de la Fed, Jerome Powell, assenyalant que calen més dades que corroborin la sostenibilitat de les caigudes de la inflació per començar les baixades de tipus, unides a les d'alguns membres de la Fed en to més *hawkish*, van provocar que els inversors reduïssin la probabilitat de la retallada dels tipus d'interès al juny al 56%, així com que només anticipen tres baixades en el conjunt de l'any. Aquest canvi d'expectatives es va saldar amb la contenció dels tipus a curt termini i l'augment de la rendibilitat del *treasury* a 10 anys (+11 p. b. fins al 4,65%). A la zona de l'euro, també es va produir un augment del pendent de les corbes, tot i que menys acusat. Per la seva banda, aquesta incertesa es va reflectir en escasses variacions als principals índexs borsaris. A l'altra cara de la moneda, l'augment de les tensions geopolítiques està tenint un impacte clar en les *commodities*. El preu de l'or, considerat com a actiu refugi, va marcar un nou màxim històric en cotitzar a 2.300 dòlars per unça, i el preu del barril de Brent va superar la barrera dels 90 dòlars, per primera vegada en cinc mesos, a causa de noves tensions pel costat de l'oferta (menor producció als EUA, confirmació de les retallades voluntàries de l'OPEP i aliats, i atacs a infraestructures petrolíferes a Rússia).

El BCE, en espera del juny. El comportament de l'economia de la zona de l'euro és propici a una retallada de tipus, amb la inflació apropant-se al 2%, sense indicis d'efectes de segona ronda que comprometran l'objectiu i una activitat encara apàtica, amb elevada incertesa i de feblesa en la demanda exterior. Tot i això, el BCE s'acosta a aquesta distensió monetària amb cautela i cert biaix antiinflacionista, atès que hi ha alguns components de la inflació que són més inercials, continuen en taxes elevades i, a més, encara no s'ha dissipat el temor a una retroalimentació entre preus, salaris i marges empresarials. Per això, el BCE vol veure més dades en la bona direcció abans de moure fitxa. És més, fa setmanes que fa explícit que a l'abril la informació disponible és encara massa escassa i que no serà fins al juny quan hi hagi prou dades que avalin un canvi de fase monetària. Amb tot això, a l'abril el més probable és que hi hagi ajustaments comunicatius per reforçar la perspectiva d'una retallada al juny i, potser, alguna pista sobre la direcció i la velocitat de la política monetària a partir del juliol. La nostra previsió és d'una retallada de 25 p. b. al juny (gairebé un 100% de probabilitat segons les últimes cotitzacions financeres) i que el tipus *depo* tanqui 2024 al 3,00%, davant del 4,00% actual (bastant en línia amb les expectatives que estudien els mercats financers, que descompten plenament tres baixades de 25 p. b. en el conjunt de l'any i assignen una probabilitat una mica superior al 50% a una quarta retallada) (vegeu la [Nota Breve](#)).

		4-4-24	29-3-24	Var. setmanal	Acumulat 2024	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,89	3,89	0	-2	84
	EUA (Libor)	5,30	5,30	+0	-3	38
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,66	3,67	-1	15	3
	EUA (Libor)	5,06	5,00	+6	29	44
Tipus 2 anys	Alemanya	2,86	2,85	+1	46	34
	EUA	4,65	4,62	+3	40	87
Tipus 10 anys	Alemanya	2,36	2,30	6	42	18
	EUA	4,31	4,20	11	43	100
	Espanya	3,19	3,16	3	29	-2
	Portugal	3,04	3,01	3	48	0
Prima de risc (10 anys)	Espanya	83	86	-4	-13	-20
	Portugal	68	71	-3	7	-17
Renda variable		(percentatge)				
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 emergents		1.049	1.043	0,5%	2,4%	6,2%
Dívises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,084	1,079	0,4%	-1,8%	-0,6%
EUR/GBP	lliures per euro	0,857	0,855	0,3%	-1,1%	-2,1%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,233	7,222	0,1%	1,9%	5,1%
USD/MXN	peso per dòlar	16,588	16,559	0,2%	-2,3%	-9,4%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex 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%

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.