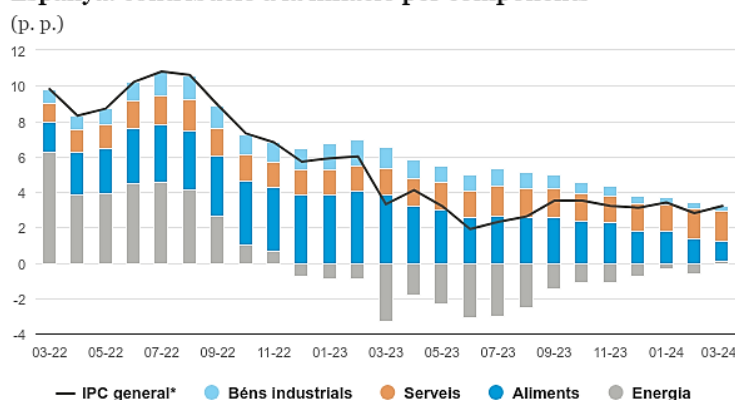


Economia espanyola

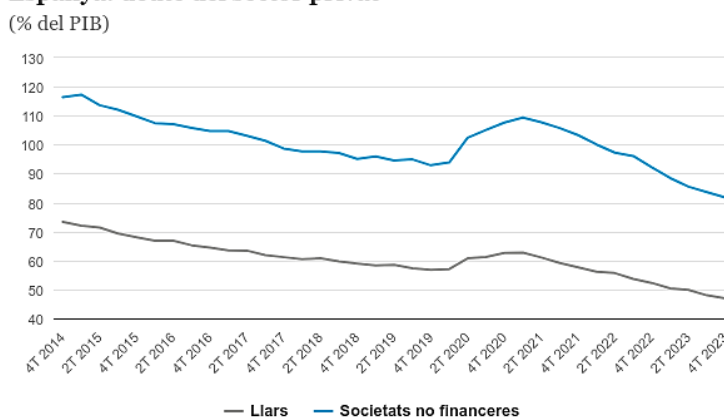
La inflació nucli es va mantenir al març en el 3,0% a Espanya per tercer mes consecutiu. Les dades finals confirmen que la inflació general es va situar al març en el 3,2% (2,8% al febrer) i la subjacent en el 3,3% (3,5% al febrer). Per la seva banda, la inflació nucli es va mantenir en el 3,0% per tercer mes consecutiu sobretot perquè la inflació en serveis es va mantenir estable en el 3,9%. La inflació dels aliments va baixar 0,9 p. p., fins al 4,3% interanual, gràcies tant als aliments elaborats (-0,6 p. p., fins al 4,7% interanual), com als no elaborats (-1,9 p. p., fins al 3,1% interanual). Finalment, la inflació de l'energia va augmentar fins a l'1,6% (-4,7% al febrer) i va acusar la forta pujada dels preus de l'electricitat fins al 7,0% interanual, (-7,7% anterior), després de la reinstauració d'un IVA del 21% a l'electricitat (en el 10% des del juny del 2021).

Espanya: contribució a la inflació per components



Notable caiguda del deute del sector privat no financer a Espanya el 2023. Les llars van reduir l'endeutament el 2023 en 18.272 milions d'euros, una caiguda del 2,6% respecte al nivell d'endeutament del 2022 en un context de pujades de tipus d'interès. Així, el deute de les llars en termes de PIB es va situar en el 46,9% (53,6% a la zona de l'euro), una xifra 5,4 p. p. inferior a la del 2022 i mínima des del setembre del 2001. Per la seva banda, el deute de les societats no financeres (no consolidat i en termes nominals) va caure en 46.250 milions d'euros, un descens del 3,7% respecte al 2022. En termes de PIB, va baixar al 81,7%, després del 92,2% del 2022, per sota de la mitjana de la zona de l'euro (95,4% del PIB) i similars als del 2002.

Espanya: deute del sector privat



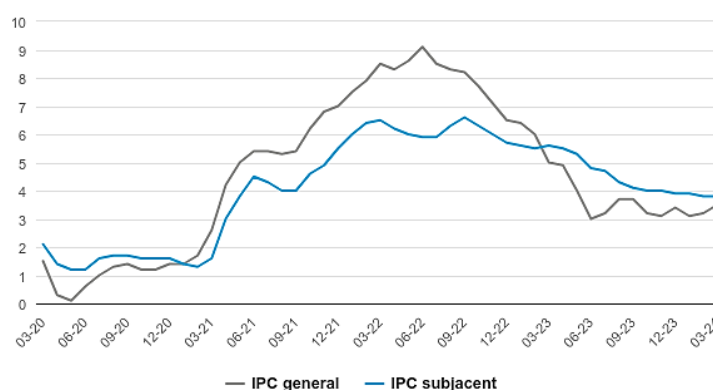
Dades modestes de facturació al febrer a Espanya. Les vendes interiors de les grans empreses, en termes reals i ajustades per estacionalitat, van caure un 0,4% intermensual al febrer, fet que situa el seu avanç interanual en l'1,1%, després de l'1,4% anterior. D'aquesta manera, de mitjana de gener i febrer, les vendes interiors es van situar un 0,1% per sota de la mitjana del 4T 2023. Per destí, al febrer les vendes de béns de consum van recular el 0,6% intermensual i les de béns intermedis el 0,7%, mentre que les de béns de capital van augmentar un 1,5% intermensual.

Economia internacional

L'«última milla» de la inflació als EUA es farà més llarga del que s'esperava. Al març, la inflació va repuntar del 3,2% al 3,5%, acusant uns preus energètics més grans i una persistència en nivells elevats de la majoria dels serveis. De fet, el preu dels béns es va situar en el -0,7% interanual i, en conjunt, la inflació nucli es va mantenir en el 3,8%. Precisament, l'evolució d'aquest últim component és la que més preocupa a la Reserva Federal, ja que la modesta correcció que mostra *shelter* (el preu dels lloguers, al 5,6% interanual) i la resta dels serveis (al 5,0%) pot posposar l'inici de les baixades de tipus (vegeu la secció de Mercats financers). De cara als propers mesos, pensem que la inflació s'hauria de moderar de la mà d'uns preus més baixos dels lloguers i del *pass-through* d'uns tipus d'interès elevats que refredarien l'activitat, els salaris i, per tant, el preu de la resta dels serveis. Tot i això, aquest procés de correcció de la inflació podria ser molt més gradual del que s'anticipava a finals de l'any passat (vegeu la [Nota Breve](#)).

EUA: IPC

Variació interanual (%)



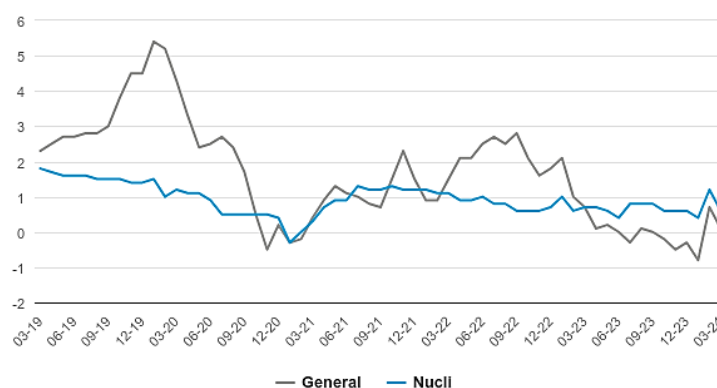
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

El deteriorament de l'activitat industrial ja podria haver tocat sostre a Alemanya. De fet, la producció manufacturera va aconseguir créixer al febrer un 1,8% intermensual, després d'augmentar un 1,4% al gener, cosa que apunta a certa reactivació de l'activitat industrial en el 1T 2024. Per la seva banda, a França la producció de manufactures amb prou feines va créixer un 0,2% mensual, després de caure un 0,9% al gener, i mostra una situació de pràctic estancament de l'activitat industrial des de l'estiu de l'any passat. En suma, senyals que apunten que la crisi de la indústria a les economies centrals de la zona de l'euro hauria tocat sostre, però que encara queda un llarg camí per recórrer: a Alemanya, la producció manufacturera és encara un 6,8% inferior al seu nivell previ a la guerra a Ucraïna, i a França encara està un 1,8% per sota.

La inflació torna a caure a la Xina, tot i que aconsegueix mantenir-se en terreny positiu. De fet, la inflació general va baixar al 0,1% al març, després del 0,7% anterior, xifra inferior al que esperava el consens dels analistes i que subratlla la debilitat de la demanda interna, en un entorn de persistents pressions a la baixa dels preus industrials, de sobrecapacitat productiva i alentiment de les exportacions. El descens de la inflació del març s'explica per una caiguda de 0,6 p. p. de la inflació nucli fins al 0,6%, resultat del descens de la inflació en serveis. D'altra banda, l'excés de capacitat al sector manufacturer continua passant factura als preus industrials, que es mantenen al març en terreny deflacionista: -2,8% interanual, vs. -2,7%.

Xina: IPC

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

Mercats financers

El BCE començarà a abaixar tipus al juny. La de l'11 d'abril va ser una reunió de transició per al BCE, sense canvis en la seva política monetària (*depo* al 4,00% i *refi* al 4,50%), però que reforça l'expectativa d'una primera retallada de tipus al juny i suggereix prudència sobre el camí a seguir a partir d'aleshores. El BCE va mantenir la cautela en contrastar el descens de la inflació general fins al 2,4% al març, amb la inèrcia que exhibeix la inflació en serveis (en el 4,0% des del novembre), però també va reconèixer que la gran majoria d'indicadors apunten a una reducció de les pressions inflacionistes subjacents. Així, el BCE va ajustar la comunicació per apuntar a una propera retallada de tipus (si «les dades i les projeccions d'inflació, així com la transmissió de la política monetària» els continuen donant confiança), però també va assenyalar que, més enllà d'aquest retallada, no hi haurà una senda predeterminada de baixades, sinó que continuaran prenent decisions «reunió a reunió» en funció de les dades. Si es confirma aquesta primera retallada al juny, amb tota probabilitat això suposaria moure fitxa abans de la Fed, una anticipació que genera algunes suspicàcies però que no sembla incomodar el BCE: en paraules de la mateixa Lagarde, el BCE es mou «per les dades, no per la Fed». Amb tot això, els mercats van acabar la setmana assignant una probabilitat del 90% a una retallada de 25 p. b. al juny i descomptant un tipus *depo* en el 3,25% a desembre del 2024 (vegeu la [Nota Breve](#)).

Els mercats financers descompten certa divergència entre la futura política monetària dels EUA i la zona de l'euro. Després de la sorpresa a l'alça de l'última dada d'inflació americana (vegeu la notícia d'Economia internacional), els mercats ràpidament van ajustar les seves expectatives sobre el moment en què la Fed iniciaria les retallades de tipus. De fet, s'han ajornat fins al setembre, des del juny, en qüestionar-se les motivacions que tindria la Fed per baixar tipus, atès l'actual dinamisme econòmic en un context en què la inflació mostra resistència a la baixa. Així, la probabilitat d'una retallada al juny va passar del 60% a les sessions prèvies a la publicació de la dada d'inflació, a situar-se en un mer 20%, mentre que augmentava la probabilitat per al setembre fins al 100%. Aquest canvi d'expectatives va generar un repunt significatiu de les rendibilitats del deute sobirà dels EUA a tots els trams de la corba, que va pujar a més de 30 p. b. als trams mitjans i llargs. A la zona de l'euro, principalment per un efecte contagi, els tipus sobirans també van repuntar, encara que amb molta menys intensitat. I és que els mercats sí que esperen que el BCE faci una primera baixada de 25 p. b. al juny, fet que va confirmar ahir Christine Lagarde en les seves declaracions, després de la reunió del BCE (vegeu la notícia prèvia). Aquesta confluència d'esdeveniments, és a dir, una baixada al juny a la zona de l'euro juntament amb uns tipus que trigaran més a baixar als EUA, van debilitar l'euro, que, a l'encreuament davant el dòlar, va tancar la setmana en nivells per sota d'1,07 euros per dòlar. Per la seva banda, els mercats de renda variable van tancar la setmana en to mixt, amb els principals índexs de la zona de l'euro amb pèrdues, i una reculada més marcada del sector financer, mentre que els índexs americans van finalitzar a l'alça a l'expectativa de l'inici de la temporada de resultats del primer trimestre de l'any que acaba de començar. D'altra banda, l'increment de les tensions geopolítiques, tant a Ucraïna com al Pròxim Orient, han impulsat significativament els preus de les matèries primeres, portant l'or a tocar nous màxims, al barril de Brent a traspasar la barrera de 90 dòlars/barril i a la referència de gas europeu a fregar els 30 euros/MWh.

Les actes de la darrera reunió de la Fed queden desfasades després de la darrera dada d'inflació. A les actes de la reunió del mes de març s'explica que gairebé tots els membres de la Fed preveien que, en algun moment de l'any, seria apropiat començar a baixar els tipus d'interès. Això, juntament amb el *dot plot* publicat (en què el votant mitjà preveia tres retallades de tipus el 2024) i la constatació que s'havia realitzat un «progrés significatiu» en el procés desinflationista, feia pensar que la Fed començaria a baixar els tipus d'interès ja al juny. Tot i això, la dada d'inflació del març (vegeu la notícia a Economia internacional) qüestiona aquesta expectativa i és possible que, d'ara endavant, domini el missatge que s'incloua també en les actes que caldria tenir més confiança en el fet que la inflació arribarà al 2% de manera sostinguda abans de començar a abaixar els tipus d'interès.

		11-4-24	5-4-24	Var. setmanal	Acumulat 2024	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,91	3,89	2	0	78
	EUA (Libor)	5,33	5,29	+4	0	34
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,73	3,66	+7	22	8
	EUA (Libor)	5,20	5,03	+17	43	43
Tipus 2 anys	Alemanya	2,96	2,88	+8	56	16
	EUA	4,96	4,75	+21	71	100
Tipus 10 anys	Alemanya	2,46	2,40	6	52	9
	EUA	4,59	4,40	19	71	120
	Espanya	3,28	3,23	5	38	-13
	Portugal	3,14	3,08	7	59	-8
Prima de risc (10 anys)	Espanya	82	84	-1	-14	-22
	Portugal	68	68	0	7	-17
Renda variable		(percentatge)				
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 emergents		1.055	1.046	0,9%	3,1%	6,2%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD dòlars per euro		1,073	1,084	-1,0%	-2,8%	-2,4%
EUR/GBP lliures per euro		0,854	0,857	-0,4%	-1,4%	-2,9%
USD/CNY yuans per dòlar		7,237	7,233	0,1%	1,9%	5,3%
USD/MXN peso per dòlar		16,440	16,453	-0,1%	-3,1%	-9,0%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex 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%

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