

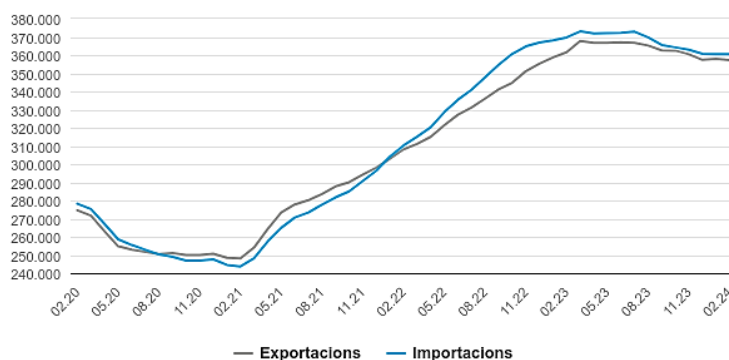
Economia espanyola

Pobre exercici del consum de les famílies espanyoles per tancar el 1T 2024. Així, al març, les vendes al detall van caure un 0,5% intermensual, cosa que va frenar l'avanç interanual fins al 0,6%, des de l'1,8% anterior. Per productes, alimentació va caure un 1,0% intermensual i la categoria «resta» (que inclou equip personal, de la llar i la salut) va retrocedir un 0,3%, mentre que les vendes d'estacions de servei van créixer un 0,6%. A la mitjana del 1T 2024, les vendes al detall totals van caure un 0,5% respecte al trimestre anterior, fet que apunta a un exercici més modest del consum aquest 1T d'enguany.

El dinamisme de les exportacions a Espanya consolida un bon inici d'any per al comerç exterior. Al febrer, el dèficit comercial va disminuir el 4,7% en termes interanuals, gràcies a una correcció del 27,8% interanual del dèficit de la balança d'energia. Per la seva banda, les exportacions no energètiques van millorar respecte del mes anterior, tot i estar per sota del nivell mostrat el febrer de l'any anterior. Pel que fa a l'acumulat del gener-febrer, el dèficit comercial mostra una reducció del 5,6% interanual. El dèficit comercial amb països fora de la zona de l'euro es va reduir un 25% interanual, mentre que el superàvit amb països comunitaris va disminuir un 32% interanual.

Espanya: comerç exterior de béns*

Dades acumulades de 12 mesos (milions d'euros)



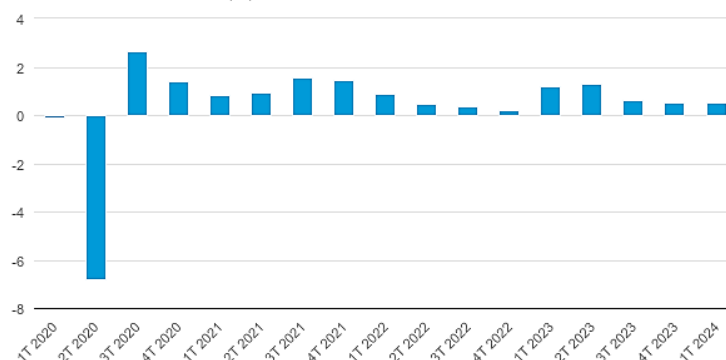
Notes: *Dades nominals, sèrie sense desestacionalitzar. Energia no inclosa.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.

La compravenda d'habitatge a Espanya recupera un cert vigor al començament d'any. Al febrer, les transaccions d'habitatge van augmentar un 5,8% en taxa interanual, una millora significativa després d'haver caigut a taxes de dos dígit al llarg de la segona meitat del 2023. L'augment va ser generalitzat per tipus d'habitatge, però especialment acusat en el cas del nou: 20,8%, davant del 2,2% del de segona mà. Per comunitats autònomes, la millora també s'ha generalitzat, ja que només sis regions van registrar caigudes (comarques insulars, Andalusia, Madrid, País Basc i La Rioja). També cal assenyalar que, des de començament d'any, s'han tancat unes 107.000 operacions, fet que suposa el millor inici d'any en activitat des del 2008.

Lleugera decepció amb les dades de l'EPA en el 1T 2024. Els ocupats cauen en el 1T 2024 en 139.700 persones, molt per sobre del descens del 1T 2023 (7.000), que va ser excepcional, i superant la caiguda mitjana d'un 1T en el període 2014-2019 (108.000). Així, el creixement interanual dels ocupats es frena 0,6 p. p., fins al 3,0%, en el 1T 2024. Amb tot, aquest ritme de creixement d'ocupació és compatible amb un PIB que en el 1T 2024 creix a ritmes superiors al 0,3% intertrimestral. Per la seva banda, els aturats augmenten en el trimestre en 117.000 persones (lleugerament per sobre de l'increment anotat un any abans), situant la taxa d'atur del 1T 2024 en el 12,3%, encara 1 p. p. per sota que fa un any.

Espanya: ocupació*

Variació intertrimestral (%)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).

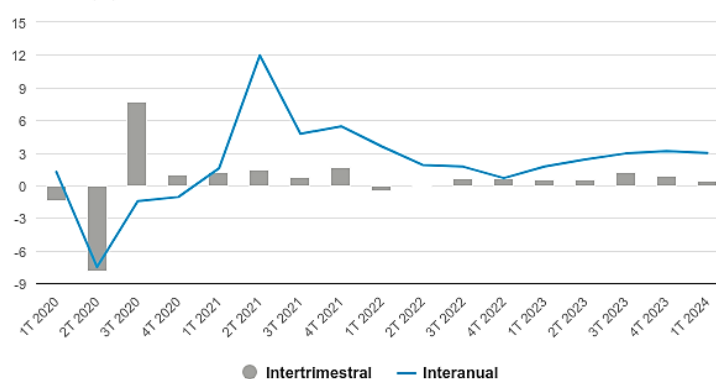
La morositat a Espanya es va mantenir pràcticament estable al febrer. De fet, la taxa de morositat del crèdit al sector privat (volum de crèdits dubtosos entre saldo viu de crèdit) es va situar al febrer en el 3,62%, després del 3,61% anterior. L'augment marginal que es registra en aquesta ràtio es va deure, exclusivament, al volum més elevat de dubtosos (va augmentar en 144 milions d'euros), mentre que el saldo viu de crèdit amb prou feines va variar. Pel que fa al desembre del 2023, la morositat ha augmentat en 8 p. b. (3,54% al desembre), augment que s'explica, principalment, pel descens d'uns 14.900 milions d'euros al saldo viu del crèdit i, en menor mesura, per l'augment del volum de dubtosos (uns 380 milions).

Economia internacional

La economia dels EUA creix menys del que s'esperava en el 1T, però manté el seu dinamisme. Segons el primer avanç publicat, el PIB nord-americà va créixer un 0,4% intertrimestral en el 1T 2024, la meitat que el trimestre previ i per sota del que s'esperava. Tot i això, la lectura per components mostra que l'economia és més dinàmica del que sembla indicar la dada agregada. De fet, i en termes intertrimestrals, el consum privat va créixer un notable 0,6% (0,8% en el 4T 2023) i la inversió en capital fix va accelerar fins a un 1,3%, després del 0,9% anterior, gràcies a la dinàmica recuperació de la inversió residencial (3,3% vs. 0,7%). Per la seva banda, el fort creixement de les importacions (1,8% vs. 0,5%), en un context de pèrdua d'empenta de les exportacions (0,2% vs. 1,2%), va provocar que el sector exterior restés 2 p. p. al creixement intertrimestral en aquest inici d'any (va aportar +0,1 p. p. en el 4T 2023). Per tant, les dades mostren que la demanda interna encara és molt dinàmica (0,6% vs. 0,8%), fet que sumat al nou repunt mostrat pel component subjacent del deflactor del consum privat (3,5% anualitzat vs. 2,0%) expliquen la reacció dels mercats (vegeu la secció de Mercats). D'altra banda, és factible que l'activitat perdi una mica més d'impuls en el 2T 2024, com sembla assenyalar el descens a l'abril de l'índex de clima empresarial PMI d'1,2 punts, fins al 50,9, tot just per sobre del llindar de 50 que apunta a creixements positius (vegeu la [Nota Breve](#)).

EUA: PIB

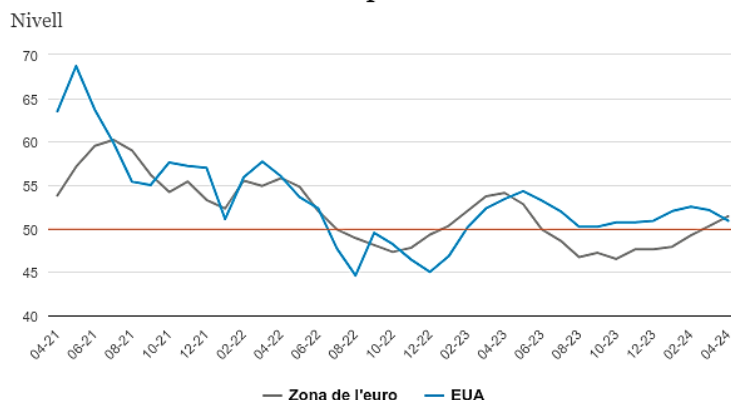
Variació (%)



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

El deteriorament de l'activitat a la zona de l'euro podria haver tocat sostre. De fet, l'índex de clima empresarial PMI de la zona de l'euro va tornar a pujar a l'abril en 1,1 punts, fins a 51,4, segon mes per sobre del llindar de 50 que indica creixement positiu de l'activitat. Aquest dinamisme més gran vindria de la mà de la reactivació del sector serveis (+1,4 punts, fins a 52,9), mentre que el sector industrial continua immers en la crisi iniciada després de l'esclat de la guerra a Ucraïna (-0,5 punts, fins a 45,6). Per països, tant a França com, sobretot, a Alemanya, el ressorgiment del sector serveis resulta clau (+2,2 punts, fins a 50,5, i +3,2 punts, fins a 53,3, respectivament) per compensar la contínua caiguda de l'activitat a la indústria. D'aquesta manera, el PMI agregat registra nivells compatibles amb creixements positius de l'activitat, tot i que molt modestos: 49,9 a França i 50,5 a Alemanya. Així mateix, l'índex Ifo de sentiment empresarial d'Alemanya va créixer a l'abril 1,5 punts, fins a 89,4, tercera pujada consecutiva, però encara en valors molt per sota del llindar de 100 que assenyalava creixements propers a la mitjana de llarg termini.

Zona de l'euro i EUA: PMI compost



Nota: Les dades del darrer mes corresponen a l'estimació flash.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Mercats financers

Tornada triomfal del *higher for longer*. O almenys així ho creuen els mercats, després de conèixer-se el creixement del PIB americà en el 1T 2024 i, en particular, el repunt del deflactor del PIB i del PCE nucli (vegeu la secció d'Internacional). Aquestes dades van mostrar que la inflació americana es troba encara elevada i l'economia, tot i que va mostrar un creixement per sota del que s'esperava, mostra unes robustes dinàmiques de demanda interna. Així, els mercats financers assumeixen que la Fed mantindrà els tipus d'interès elevats durant més temps i van reajustar novament les seves expectatives sobre les properes retallades. De fet, els mercats gairebé no consideren que hi hagi probabilitat d'una primera baixada de tipus de la Fed al juny (11% de probabilitat assignada) i la possibilitat que hi hagi dues retallades en el conjunt del 2024 va caure del 72% al 35%. En aquest context, la rendibilitat dels *treasuries* va repuntar notablement (+10 p. b. fins al 4,70% el de 10 anys), alhora que la renda variable americana també va caure, revertint part de les pujades que els principals índexs s'havien apuntat a principis de setmana, després de l'inici de la campanya de resultats. El dòlar va mantenir la seva fortalesa, sense cedir davant dels seus principals parells però sense mostrar grans canvis, i va deixar l'encreuament amb l'euro prop dels 1,07 dòlars per euro. Els moviments dels mercats als EUA van tenir cert contagi a la zona de l'euro on, tot i que es continua descomptant que el BCE faci una primera baixada de tipus al juny, la probabilitat que es concretin tres retallades en el conjunt de l'any s'ha reduït sensiblement, passant del 94% al 74%. Així, les rendibilitats sobiranes europees també tanquen la setmana apuntant-se pujades de fins a 13 p. b., tant al *bund* alemany com als perifèrics. I és que aquesta setmana també l'agència creditícia Fitch va alertar sobre els riscos dels objectius fiscals italians: es va tornar a revisar a l'alça el dèficit fiscal del 2023 fins a un 7,4% del PIB. D'altra banda, el Banc del Japó va mantenir els tipus d'interès en el 0,0%-0,1%, i no va fer cap altre canvi a la seva política monetària acomodàcia actual, fet que va portar el ien a caure a mínims de 156 iens/dòlar. I en els mercats de matèries primeres, les tensions geopolítiques i el dinamisme americà van esperonar el preu del petroli, que va cotitzar la setmana entre els 88-89 dòlars per barril a la categoria Brent.

Sense avanços en la desinflació, la Fed canviarà el to. Després de conèixer les dades del PIB (vegeu la secció d'Internacional), reafirmem que la Reserva Federal mantindrà els tipus d'interès en el rang del 5,25%-5,50% en la seva reunió de l'1 de maig i que, a més, ajustarà el seu to per ser menys favorable a flexibilitzar aviat la política monetària. Des del desembre, la Fed destaca el notable avanç de la desinflació i explica que vol tenir una «major confiança» en el fet que la inflació avança de manera sostinguda fins al 2% abans de retallar els tipus d'interès. Tot i això, les dades d'inflació publicades el 2024 no han anat en la direcció que la Fed, ni nosaltres, esperàvem i això podria propiciar un canvi en el seu to. En concret, pensem que la Fed explicarà que no s'ha avançat en aquesta «major confiança» i això farà que incideixi més en l'estratègia de dependència de les dades i en mantenir una política monetària restrictiva més temps de l'esperat anteriorment, uns missatges que ja han estat comentant els membres en les seves aparicions de les últimes setmanes (vegeu la [Nota Breve](#)).

		25-4-24	19-4-24	Var. setmanal	Acumulat 2024	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,86	3,89	-3	-4	62
	EUA (Libor)	5,32	5,33	-1	-1	27
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,73	3,73	-0	22	-13
	EUA (Libor)	5,20	5,21	-1	43	46
Tipus 2 anys	Alemanya	3,01	3,00	+1	61	24
	EUA	5,00	4,99	+1	75	105
Tipus 10 anys	Alemanya	2,63	2,50	13	69	23
	EUA	4,70	4,62	8	82	125
	Espanya	3,43	3,31	12	53	-1
	Portugal	3,29	3,17	12	73	5
Prima de risc (10 anys)	Espanya	80	81	-1	-16	-25
	Portugal	66	67	-1	5	-18
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		5.048	4.967	1,6%	5,8%	24,5%
Euro Stoxx 50		4.939	4.918	0,4%	9,2%	13,6%
IBEX 35		10.984	10.730	2,4%	8,9%	18,2%
PSI 20		6.542	6.295	3,9%	2,3%	5,6%
MSCI emergents		1.029	1.004	2,4%	0,5%	6,3%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,073	1,066	0,7%	-2,8%	-2,8%
EUR/GBP	lliures per euro	0,857	0,861	-0,5%	-1,1%	-3,2%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,240	7,239	0,0%	2,0%	4,5%
USD/MXN	peso per dòlar	17,205	17,095	0,6%	1,4%	-5,2%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		103,0	103,1	0,0%	4,4%	-0,4%
Brent a un mes	\$/barril	89,0	87,3	2,0%	15,5%	14,6%
Gas n. a un mes	€/MWh	29,8	30,8	-3,2%	-8,0%	-22,8%

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