

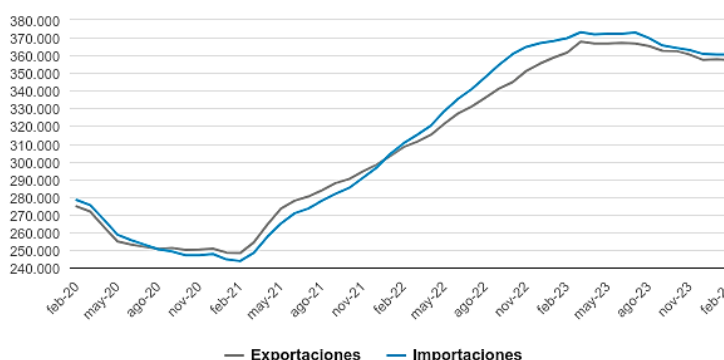
Economía española

Pobre desempeño del consumo de las familias españolas para cerrar el 1T 2024. Así, en marzo, las ventas minoristas cayeron un 0,5% intermensual, lo que frenó el avance interanual hasta el 0,6%, desde el 1,8% anterior. Por productos, alimentación cayó un 1,0% intermensual y la categoría «resto» (que incluye equipo personal, del hogar y la salud) retrocedió un 0,3%, mientras que las ventas de estaciones de servicio crecieron un 0,6%. En el promedio del 1T 2024, las ventas minoristas totales cayeron un 0,5% respecto al trimestre anterior, lo que apunta a un desempeño más modesto del consumo en este 1T del año.

El dinamismo de las exportaciones en España consolida un buen inicio de año para el comercio exterior. En febrero, el déficit comercial disminuyó un 4,7% en términos interanuales, gracias a una corrección del 27,8% interanual del déficit de la balanza de energía. Por su parte, las exportaciones no energéticas mejoraron respecto al mes anterior, pese a estar por debajo del nivel mostrado en febrero del año anterior. Respecto al acumulado de enero-febrero, el déficit comercial muestra una reducción del 5,6% interanual. El déficit comercial con países fuera de la eurozona se redujo un 25% interanual, mientras que el superávit con países comunitarios disminuyó un 32% interanual.

España: comercio exterior de bienes*

Datos acumulados 12 meses (millones de euros)



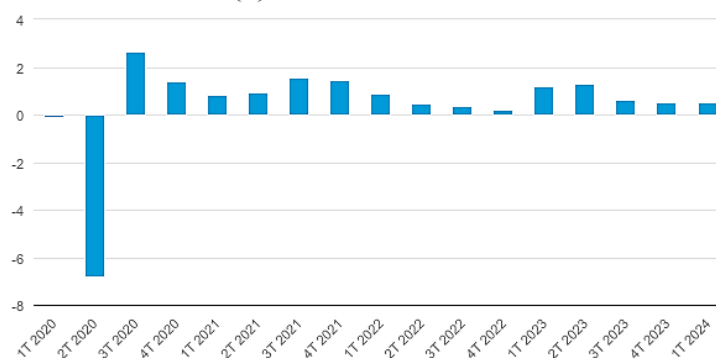
Notas: *Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir energía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

La compraventa de vivienda en España recupera cierto vigor a comienzos de año. En febrero, las transacciones de vivienda aumentaron un 5,8% en tasa interanual, una mejora significativa tras haber estado cayendo a tasas de dos dígitos a lo largo de la segunda mitad de 2023. El aumento fue generalizado por tipo de vivienda, pero especialmente acusado en el caso de la nueva: 20,8%, frente al 2,2% de la de segunda mano. Por comunidades autónomas, la mejora también ha sido generalizada, ya que solo seis regiones registraron caídas (las regiones insulares, Andalucía, Madrid, País Vasco y La Rioja). También hay que señalar que, en lo que llevamos de año, se han cerrado unas 107.000 operaciones, lo que supone el mejor inicio de año en actividad desde 2008.

Ligera decepción con los datos de la EPA en el 1T 2024. Los ocupados caen en el 1T 2024 en 139.700 personas, muy por encima del descenso del 1T 2023 (7.000), que fue excepcional, y superando la caída media de un 1T en el periodo 2014-2019 (108.000). De este modo, el crecimiento interanual de los ocupados se frena 0,6 p. p., hasta el 3,0%, en el 1T 2024. Con todo, este ritmo de crecimiento de empleo es compatible con un PIB que en el 1T 2024 crece a ritmos superiores al 0,3% intertrimestral. Por su parte, los parados aumentan en el trimestre en 117.000 personas (ligeramente por encima del incremento anotado un año antes), situando la tasa de paro del 1T 2024 en el 12,3%, todavía 1 p. p. por debajo que hace un año.

España: empleo*

Variación intertrimestral (%)



Nota: *Serie desestacionalizada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

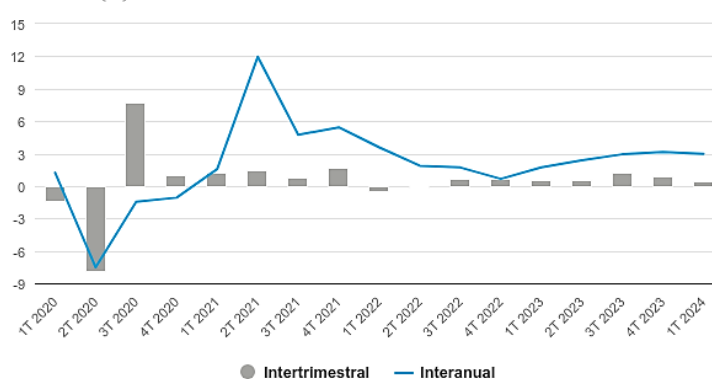
La morosidad en España se mantuvo prácticamente estable en febrero. De hecho, la tasa de morosidad del crédito al sector privado (volumen de créditos dudosos entre saldo vivo de crédito) se situó en febrero en el 3,62%, tras el 3,61% anterior. El aumento marginal que se registra en esta ratio se debió, exclusivamente, al mayor volumen de dudosos (aumentó en 144 millones de euros), mientras que el saldo vivo de crédito apenas varió. Con respecto a diciembre de 2023, la morosidad ha aumentado en 8 p. b. (3,54% en diciembre), aumento que se explica, principalmente, por el descenso de unos 14.900 millones de euros en el saldo vivo del crédito y, en menor medida, por el aumento en el volumen de dudosos (unos 380 millones).

Economía internacional

La economía de EE. UU. crece menos de lo esperado en el 1T, pero mantiene su dinamismo. Según el primer avance publicado, el PIB estadounidense creció un 0,4% intertrimestral en el 1T 2024, la mitad que el trimestre previo y por debajo de lo esperado. Sin embargo, la lectura por componentes muestra que la economía es más dinámica de lo que parece indicar el dato agregado. De hecho, y en términos intertrimestrales, el consumo privado creció un notable 0,6% (0,8% en el 4T 2023) y la inversión en capital fijo aceleró hasta un 1,3%, tras el 0,9% anterior, gracias a la dinámica recuperación de la inversión residencial (3,3% vs. 0,7%). Por su parte, el fuerte crecimiento de las importaciones (1,8% vs. 0,5%), en un contexto de pérdida de empuje de las exportaciones (0,2% vs. 1,2%), provocó que el sector exterior restara 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestral en este inicio de año (aportó +0,1 p. p. en el 4T 2023). Por tanto, los datos muestran que la demanda interna todavía es muy dinámica (0,6% vs. 0,8%), lo que sumado al nuevo repunte mostrado por el componente subyacente del deflactor del consumo privado (3,5% anualizado vs. 2,0%) explican la reacción de los mercados (véase la sección de Mercados). Por otro lado, es factible que la actividad pierda algo más de impulso en el 2T 2024, como parece señalar el descenso en abril del índice de clima empresarial PMI de 1,2 puntos, hasta el 50,9, apenas por encima del umbral de 50 que apunta a crecimientos positivos (véase la [Nota Breve](#)).

EE. UU.: PIB

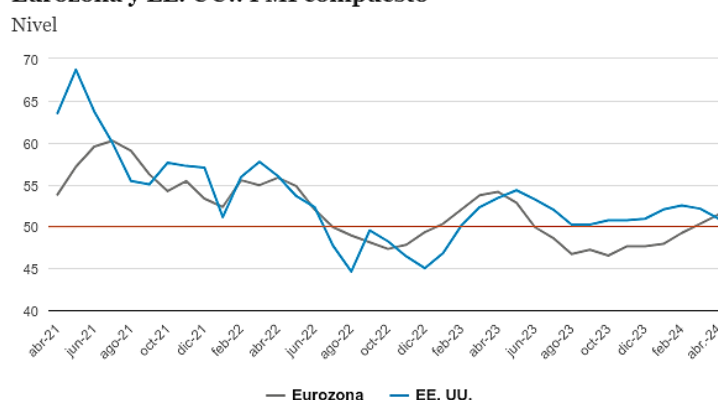
Variación (%)



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

El deterioro de la actividad en la eurozona podría haber tocado suelo. De hecho, el índice de clima empresarial PMI de la eurozona volvió a subir en abril en 1,1 puntos, hasta 51,4, segundo mes por encima del umbral de 50 que indica crecimiento positivo de la actividad. Este mayor dinamismo vendría de la mano de la reactivación del sector servicios (+1,4 puntos, hasta 52,9), mientras que el sector industrial sigue inmerso en la crisis iniciada tras el estallido de la guerra en Ucrania (-0,5 puntos, hasta 45,6). Por países, tanto en Francia como, sobre todo, en Alemania, el resurgimiento del sector servicios resulta clave (+2,2 puntos, hasta 50,5, y +3,2 puntos, hasta 53,3, respectivamente) para compensar la continua caída de la actividad en la industria. De este modo, el PMI agregado registra niveles compatibles con crecimientos positivos de la actividad, si bien muy modestos: 49,9 en Francia y 50,5 en Alemania. Asimismo, el índice Ifo de sentimiento empresarial de Alemania creció en abril 1,5 puntos, hasta 89,4, tercera subida consecutiva, pero todavía en valores muy por debajo del umbral de 100 que señala crecimientos cercanos a su media de largo plazo.

Eurozona y EE. UU.: PMI compuesto



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Mercados financieros

Regreso triunfal del *higher for longer*. O al menos así lo piensan los mercados, tras conocerse el crecimiento del PIB americano en el 1T 2024 y, en particular, el repunte del deflactor del PIB y del PCE núcleo (véase la sección de Internacional). Estos datos mostraron que la inflación americana se encuentra todavía elevada y la economía, aunque mostró un crecimiento por debajo de lo esperado, muestra unas dinámicas de demanda interna robustas. Así, los mercados financieros asumen que la Fed mantendrá los tipos de interés elevados por más tiempo y reajustaron nuevamente sus expectativas sobre los próximos recortes. De hecho, los mercados apenas consideran que haya probabilidad de una primera bajada de tipos de la Fed en junio (11% de probabilidad asignada) y la posibilidad de que haya dos recortes en el conjunto de 2024 cayó del 72% al 35%. En este contexto, la rentabilidad de los *treasuries* repuntó notablemente (+10 p. b. hasta el 4,70% el de 10 años), al tiempo que la renta variable americana también cayó, revirtiendo parte de las subidas que los principales índices se habían apuntado a principios de semana, tras el inicio de la campaña de resultados. El dólar mantuvo su fortaleza, sin ceder ante sus principales pares pero sin mostrar grandes cambios, dejando el cruce con el euro cerca de 1,07 dólares por euro. Los movimientos de los mercados en EE. UU. tuvieron cierto contagio en la eurozona donde, aunque se sigue descontando que el BCE realice una primera bajada de tipos en junio, la probabilidad de que se concreten tres recortes en el conjunto del año se ha reducido sensiblemente, pasando de un 94% a un 74%. Así, las rentabilidades soberanas europeas también cierran la semana apuntándose subidas de hasta 13 p. b., tanto en el *bund* alemán como en los periféricos. Y es que también esta semana la agencia crediticia Fitch alertó sobre los riesgos de los objetivos fiscales italianos: se volvió a revisar al alza el déficit fiscal de 2023 hasta un 7,4% del PIB. Por otro lado, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el 0,0%-0,1%, y no hizo ningún otro cambio a su actual política monetaria acomodaticia, lo que llevó al yen a caer a mínimos de 156 yenes/dólar. Y en los mercados de materias primas, las tensiones geopolíticas y el dinamismo americano fueron soportes para el precio del petróleo, que cotizó la semana entre los 88-89 dólares por barril en la categoría Brent.

Sin avances en la desinflación, la Fed cambiará el tono. Tras conocerse el dato de PIB (véase la sección de Internacional), nos reafirmamos en que la Reserva Federal mantendrá los tipos de interés en el intervalo 5,25%-5,50% en su reunión del 1 de mayo y que, además, ajustará el tono para mostrarse menos favorable a suavizar pronto la política monetaria. Desde diciembre, la Fed viene destacando el notable avance de la desinflación y explica que desea tener una «mayor confianza» en que la inflación avanza de forma sostenida hasta el 2% antes de recortar los tipos de interés. Sin embargo, los datos de inflación publicados en 2024 no han ido en la dirección que la Fed, ni nosotros, esperábamos y ello podría propiciar un cambio en su tono. En concreto, pensamos que la Fed explicará que no se ha avanzado en esta «mayor confianza» y ello hará que incida más en la estrategia de dependencia de los datos y en mantener una política monetaria restrictiva más tiempo del esperado anteriormente, unos mensajes que ya han venido comentando los miembros en sus apariciones de las últimas semanas (véase la [Nota Breve](#)).

		25-4-24	19-4-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,86	3,89	-3	-4	62
	EE. UU. (SOFR)	5,32	5,33	-1	-1	27
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,73	3,73	-0	22	-13
	EE. UU. (SOFR)	5,20	5,21	-1	43	46
Tipos 2 años	Alemania	3,01	3,00	+1	61	24
	EE. UU.	5,00	4,99	+1	75	105
Tipos 10 años	Alemania	2,63	2,50	13	69	23
	EE. UU.	4,70	4,62	8	82	125
	España	3,43	3,31	12	53	-1
	Portugal	3,29	3,17	12	73	5
Prima de riesgo (10 años)	España	80	81	-1	-16	-25
	Portugal	66	67	-1	5	-18
Renta variable		(porcentaje)				
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 emergentes		1.029	1.004	2,4%	0,5%	6,3%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,073	1,066	0,7%	-2,8%	-2,8%
EUR/GBP	libras por euro	0,857	0,861	-0,5%	-1,1%	-3,2%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,240	7,239	0,0%	2,0%	4,5%
USD/MXN	pesos por dólar	17,205	17,095	0,6%	1,4%	-5,2%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice 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%

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