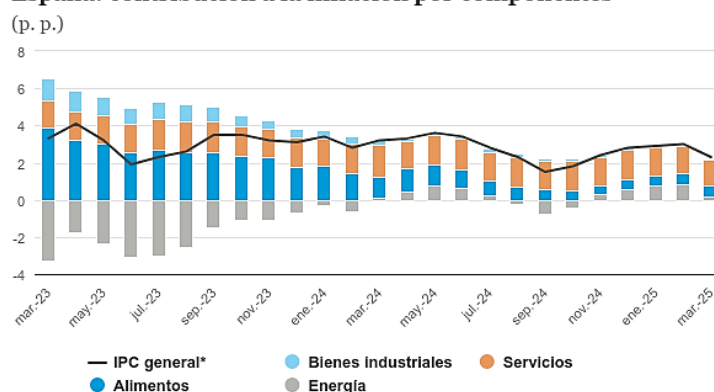


Economía española

Buenas cifras de ventas en España en febrero. Las ventas interiores de las grandes empresas, deflactadas y corregidas de efectos estacionales y de calendario, avanzaron un notable 1,2% intermensual en febrero y un 5,5% en términos interanuales. Los avances fueron generalizados, con un crecimiento del 1,5% intermensual de las ventas destinadas a bienes de consumo, del 6,6% de las de bienes de capital y del 0,1% de las de bienes intermedios. En el promedio de enero y febrero, las ventas interiores crecieron un 1,3% respecto al trimestre anterior, por encima del 1,2% intertrimestral del 4T 2024.

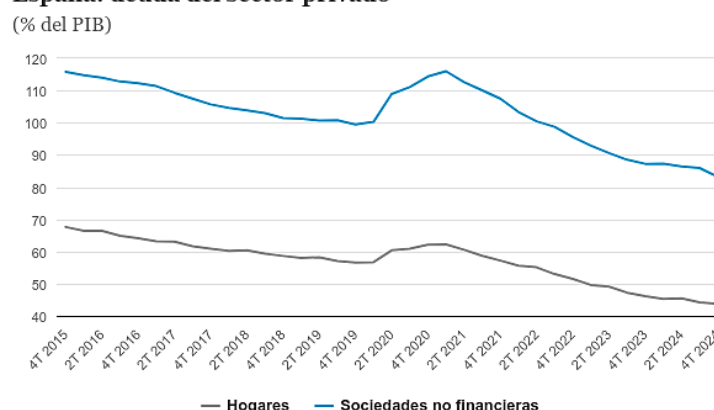
La energía impulsó a la baja la inflación en marzo en España. El INE confirma el dato de inflación general del 2,3% interanual (0,7 p. p. menos que en febrero) y el de inflación subyacente del 2,0% (0,2 p. p. menos que en febrero). El dato de marzo supuso el primer retroceso de la inflación general tras cinco meses de subidas marcadas por el precio de la energía. La bajada se explica por la fuerte moderación del componente de energía, que cayó 7 puntos hasta el 2,0% interanual, con caídas tanto de la electricidad (12,8% vs. 28,1% en febrero) como de los carburantes (3 p. p. menos hasta el -4,0% interanual). Al descenso de marzo también contribuyeron los servicios, cuya inflación cayó 0,2 p. p. hasta el 3,0% interanual. Sin embargo, en este caso, el descenso responde a efectos de calendario en los precios de los servicios turísticos por la Semana Santa, ya que el año pasado tuvo lugar en marzo (véase la [Nota Breve](#)).

España: contribución a la inflación por componentes



Descenso de la deuda del sector privado no financiero en porcentaje del PIB en España en 2024. Los hogares aumentaron su endeudamiento en 2024 en 4.900 millones de euros, una subida del 0,7% respecto al nivel de endeudamiento de 2023, en un contexto de tipos de interés que se fueron reduciendo desde junio del año pasado. Así, la deuda de los hogares en términos de PIB se situó en el 43,7% (51,4% en la eurozona), una reducción de 2,4 p. p. respecto a 2023 y mínimo desde principios de 2000. Por su parte, la deuda de las sociedades no financieras (no consolidada y en términos nominales) aumentó en 18.000 millones de euros en 2024 (+1,4% interanual). En términos

España: deuda del sector privado



de PIB, descendió al 83,2%, tras el 87,2% de 2023, por debajo de la media de la eurozona (105,6%) y ratio similar a la de mediados de 2003. Por otro lado, la riqueza financiera neta de los hogares se situó en 2,374 billones a cierre de 2024, lo que supone un aumento del 9,6% interanual. En porcentaje del PIB, los activos financieros netos representaron un 149,2%, 4,6 p. p. más que en diciembre de 2023.

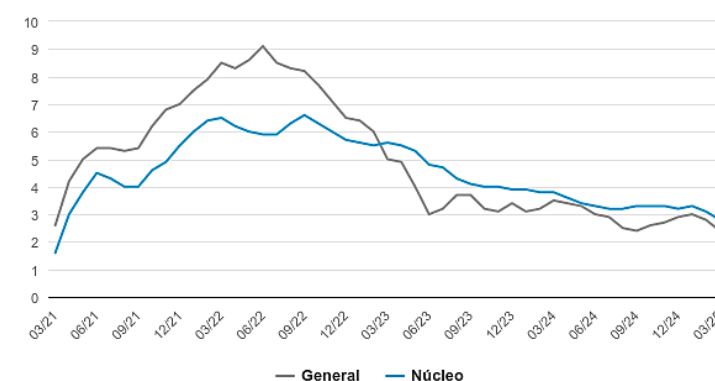
Economía internacional

Nuevo giro en el panorama arancelario: se intensifica la escalada proteccionista entre EE. UU. y China, al tiempo que Trump da tiempo para negociar con el resto de los países. El 5 de abril entró en vigor el incremento universal de 10 p. p. en el arancel sobre las importaciones de EE. UU., que se suma así a los aumentos previos sobre países individuales (China, Canadá y México) y productos específicos (acero, aluminio y automóvil). Sin embargo, justo el día que se esperaba que fueran efectivos, quedaron suspendidos por 90 días los mal llamados «aranceles recíprocos», que en un buen número de países (sudeste asiático, en particular) superaban ampliamente el mínimo actualmente aplicado. Esta decisión de aplazamiento se produce después de los llamamientos de algunos de los países más afectados para entablar negociaciones, como Japón o Corea del Sur. También ha sido el caso de la UE, que ofreció el lunes un arancel del 0% a los productos industriales de EE. UU. (incluidos los automóviles) y el jueves suspendió también por 90 días la aplicación de las medidas de respuesta a los aranceles previos sobre el acero y el aluminio. Por el contrario, la escalada proteccionista entre EE. UU. y China se ha intensificado esta semana, llevando el aumento arancelario bilateral desde la orden ejecutiva del 2 de abril primero a 34 p. p. y después a 84 p. p., situándose ahora en 125 p. p. desde el lado estadounidense.

Los datos de empleo e inflación en EE. UU. sorprenden positivamente en la antesala del nuevo escenario arancelario. En marzo, la creación de empleo se mantuvo dinámica, con 228.000 nuevos puestos de trabajo, frente a los 140.000 esperados por el consenso de analistas, y por encima de los 117.000 de febrero. El desglose por industria muestra que el sector de servicios, especialmente la hostelería, concentró la mayor parte del crecimiento. La tasa de paro repuntó apenas 1 décima, hasta el 4,2%, por un ligero aumento de la fuerza laboral. El efecto de la DOGE, la agencia gubernamental creada con la finalidad de recortar el tamaño del Gobierno, se mantiene por ahora relativamente contenido: en marzo, se perdieron 4.000 empleos federales, que, sumándose a los 10.000 de febrero, acumulan un total de 14.000 empleos perdidos de los 3 millones de empleos federales. Por otro lado, la inflación sorprendió a la baja, cayendo la rúbrica general hasta el 2,4% interanual (frente al 2,5% anticipado y 2,8% en febrero), y la núcleo hasta el 2,8% interanual, la primera caída por debajo del 3% desde 2021. Por componentes, la fuerte caída de los precios energéticos (-3,3% interanual) y la moderación de la inflación de servicios (del 4,1% el mes anterior al 3,7%) explican la bajada de la inflación (véase la [Nota Breve](#)). En balance, los datos de empleo e inflación son positivos y van en la dirección que desearía ver la Fed. Sin embargo, los riesgos están sesgados hacia una mayor inflación y debilidad del mercado de trabajo por la entrada en vigor de los nuevos aranceles en abril. La percepción de estos riesgos continúa reflejándose en las diversas encuestas de sentimiento. La más reciente, el índice de optimismo de pequeñas empresas (NFIB), cayó en marzo 3,3 puntos a 97,4, por debajo de su promedio histórico de 50 años, destacando un aumento de la incertidumbre y un deterioro de las condiciones para hacer negocios.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

Se ensancha la brecha entre China y EE. UU., con consecuencias imprevisibles para la economía global. Como comentábamos más arriba, tanto China como EE. UU. han seguido con las subidas arancelarias mutuas durante esta semana. Las dos mayores economías del mundo se encuentran así en fase de desacoplamiento que, de producirse de forma acelerada, podría producir efectos directos sobre ambas economías y sobre el resto del mundo, y llevaría a un rediseño de las cadenas de valor globales. Todo parece indicar que los flujos directos entre ambos países se podrían reducir de manera abrupta, lo que produciría un efecto negativo en el PIB y en la inflación del gigante asiático. Estos impactos se sumarían a una economía en fase de ralentización estructural y con presiones deflacionarias persistentes. En marzo, la inflación general se situó en el -0,1 % interanual (igual al promedio de enero y febrero). Por otro lado, la inflación núcleo se ha acelerado hasta el 0,5% interanual (frente a un promedio del 0,3% en enero y febrero), y esto a pesar de que la inflación de servicios se redujo al 0,3% interanual (promedio de 0,4% en los dos primeros meses del año). La subida se explica por el aumento del precio de los electrodomésticos en un contexto de medidas de estímulo de la demanda, como el programa de renovación de bienes de consumo. Del lado de los precios de producción, se profundizó la tendencia deflacionista (-2,5% interanual en marzo vs. -2,2% anterior), que podría agudizarse en los próximos meses. La reciente mejora de la inflación núcleo va en línea con las encuestas de confianza empresarial, que apuntan a una aceleración de la economía en marzo por el incremento de los pedidos del exterior (en anticipación de la escalada proteccionista) y de la construcción.

Mercados financieros

Los aranceles de Trump desatan la volatilidad en el mercado. Los anuncios en distintos sentidos de la política comercial estadounidense supusieron fuertes pérdidas y ciertos rebotes en los distintos rincones del mercado, si bien el sentimiento inversor fue mayoritariamente negativo. Así, los principales índices bursátiles de EE. UU. registraron avances tras la pausa anunciada en los aranceles recíprocos a numerosos países y el recrudecimiento de estos para con China, si bien continúan aún lejos de sus máximos registrados apenas en febrero. En los índices europeos y emergentes la semana fue peor, con pérdidas generalizadas, más intensas en China. Por otro lado, también las expectativas de tipos de interés de los bancos centrales cotizadas por los implícitos del mercado monetario pasaron a descontar, para la Fed, tres bajadas tras el anuncio de la pausa arancelaria, frente a las cuatro que habían cotizado anteriormente. Para el BCE, no obstante, se mantuvieron más estables, y siguieron descontando tres bajadas más este año. En cuanto a la deuda soberana, la volatilidad fue menor y la rentabilidad de la deuda estadounidense aumentó en todos sus tramos, si bien con un fuerte apuntamiento de pendientes. Este movimiento es inusual en un contexto de mayor incertidumbre y menor apetito por el riesgo inversor en el que tradicionalmente los bonos del Tesoro estadounidense actúan como activo refugio. La lectura no es clara por ahora y podría deberse a una o varias razones simultáneamente: a una reevaluación del riesgo soberano en EE. UU. por parte de los inversores, dada una política económica más incierta y el previsible empeoramiento fiscal; a ventas de *treasuries* dada su liquidez, relacionadas con el cierre apresurado de posiciones especulativas en un mercado volátil; o a una posible venta de China de parte de su cartera de *treasuries*. La deuda soberana de la eurozona, por su parte, cierra la semana prácticamente plana. Por otro lado, en el mercado de divisas se dio un movimiento similar al de los *treasuries*: pese al aumento de la incertidumbre, el dólar se depreció frente a sus principales pares, en particular frente al euro y frente al franco suizo, que capitalizó su rol de activo refugio y se apreció con intensidad. Por último, en el mercado de materias primas, los precios de las referencias europeas de petróleo y gas natural prolongaron sus caídas, ante las dudas sobre la demanda global, mientras que los metales preciosos, como el oro, avanzaron en un movimiento de búsqueda de refugio por parte de los inversores.

El BCE apunta a una bajada más de tipos en medio de la marejada de incertidumbre. Prevemos que el BCE baje los tipos de interés en 25 p. b. en su reunión de abril (llevando el *depo* hasta el 2,25%), tanto por una inflación que parece haber acelerado su reconducción hacia el 2% como por una actividad que sigue dando muestras de debilidad en un entorno de muy elevada incertidumbre y numerosos riesgos. Tras el anuncio de aranceles de Trump el día 2 de abril, que suponía un escenario adverso para el crecimiento económico de la eurozona, diversos miembros del Consejo de Gobierno (con el austriaco Holzmann, quien ya votase por una pausa en marzo, como principal excepción) se inclinaron hacia un nuevo recorte. Es probable que, en el contexto actual, el BCE se abstenga de dar indicaciones de su política futura y refrende su dependencia de los datos que se vayan conociendo, además de insistir en que las recientes bajadas de tipos de interés (de 150 p. b. desde junio de 2024 hasta los niveles actuales) continuarán permeando en la economía en los próximos meses y dando cierto soporte a la actividad. Con todo, probablemente esta no sea la última bajada de

este ciclo de distensión monetaria. Nuestra expectativa, en línea con lo descontado por los tipos implícitos del mercado monetario, es que los tipos de interés se sitúen, antes de finalizar el año, hacia el límite inferior del rango de las estimaciones del tipo neutral, que el propio BCE sitúa en torno al 1,75% (véase la [Nota Breve](#)).

		10-4-25	4-4-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,27	2,32	-6	-45	-164
	EE. UU. (SOFR)	4,23	4,26	-3	-8	-110
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,10	2,24	-14	-36	-163
	EE. UU. (SOFR)	3,80	3,86	-6	-38	-140
Tipos 2 años	Alemania	1,79	1,83	-4	-29	-117
	EE. UU.	3,86	3,65	+21	-38	-110
Tipos 10 años	Alemania	2,58	2,58	0	21	12
	EE. UU.	4,42	3,99	43	-15	-17
	España	3,31	3,27	4	25	3
	Portugal	3,20	3,17	3	35	6
Prima de riesgo (10 años)	España	73	70	4	4	-9
	Portugal	62	59	3	14	-6
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		5.268	5.074	3,8%	-10,4%	1,3%
Euro Stoxx 50		4.819	4.878	-1,2%	-1,6%	-3,0%
IBEX 35		12.308	12.422	-0,9%	6,7%	15,6%
PSI 20		6.405	6.636	-3,5%	0,4%	1,7%
MSCI emergentes		1.029	1.088	-5,4%	-4,3%	-2,5%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,120	1,096	2,2%	8,2%	4,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,864	0,850	1,6%	4,4%	1,1%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,318	7,282	0,5%	0,2%	1,1%
USD/MXN	pesos por dólar	20,473	20,444	0,1%	-1,7%	24,5%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		99,8	99,7	0,1%	1,0%	-2,5%
Brent a un mes \$/barril		63,3	65,6	-3,4%	-15,2%	-29,4%
Gas n. a un mes €/MWh		33,3	36,4	-8,5%	-31,9%	13,3%

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

Datos previstos del 14 al 27 de abril de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
14	Japón	Producción industrial (interanual)	Feb.	-	0,3%
	China	Comercio internacional	Mar.	-	-
15	Eurozona	Producción industrial (interanual)	Feb.	-	0,0%
	Alemania	Sentimiento económico ZEW	Abr.	-	51,6
16	Eurozona	IPC (interanual)	Mar.	2,4%	-
	EE. UU.	Producción industrial (mensual)	Mar.	-0,3%	0,7%
	EE. UU.	Ventas minoristas (mensual)	Mar.	1,5%	0,2%
	China	PIB (interanual)	1T	5,2%	5,4%
	China	Producción industrial (interanual)	Mar.	5,6%	-
	China	Ventas minoristas (interanual)	Feb.	4,2%	-
17	Eurozona	Comunicado del BCE	Abr.	-	-
18	Japón	IPC (interanual)	Mar.	-	3,7%
22	España	Comercio exterior de bienes	Feb.	-	-6.193 mil
	España	Producción del sector servicios (IPSS)	4T	-	-
	Eurozona	Avance de confianza del consumidor	Abr.	-	-14,5
23	España	Compraventa de viviendas (interanual)	Feb.	-	11,0%
	Eurozona	Avance PMI compuesto	Abr.	-	50,9
	EE. UU.	Avance PMI compuesto	Abr.	-	53,5
24	España	Créditos, depósitos y morosidad	4T	-	-
	Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Abr.	-	86,7

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

Nota: *El próximo Pulso Económico se publicará el viernes 25 de abril de 2025. Hasta entonces, os deseamos una feliz Pascua.

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.