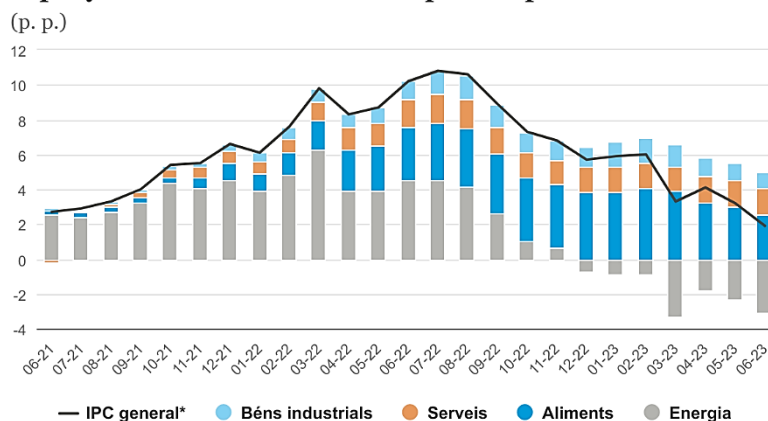


Economia espanyola

La demanda a Espanya es manté feble al maig. Així, les vendes interiors de les grans empreses es van mantenir planes al maig (0,0% intermensual), tot i que en termes interanuals la taxa va accelerar fins al 2,1% (0,9% el mes anterior). Per destí, les vendes de consum van recular el 0,9% intermensual, mentre que les de capital van avançar el 3,4%. A la mitjana d'abril i de maig, les vendes interiors cauen un 0,1% respecte a la mitjana del 1T 2023, fet que apunta a un comportament modest de la demanda interna durant el 2T.

La inflació a Espanya confirma la caiguda al juny gràcies als aliments i l'energia. La dada final publicada per l'INE va confirmar la caiguda notable de la inflació general al juny (1,9% interanual des del 3,2% al maig), gràcies, principalment, a un efecte base en els preus en el component energètic, que va portar la taxa d'inflació del -19,6% del maig fins al -24,9% (aquesta caiguda en la inflació energètica va moderar la inflació general en 0,8 p. p.). Per la seva banda, la inflació nucli (que exclou energia i tots els aliments) es va mantenir inalterada en el 4,3%, en un context on els preus dels serveis van continuar donant alguns senyals de tensió. Finalment, la inflació dels aliments va continuar a la baixa, i va retrocedir 1,6 p. p. al juny fins a situar-se en el 10,0%. En aquest sentit, les lectures intermensuals tant d'aliments frescos com d'aliments elaborats van apuntar al fet que les pressions alcistes en els preus d'aquestes rúbriques s'han moderat considerablement (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: contribució a la inflació per components



Nota: *Variació interanual.

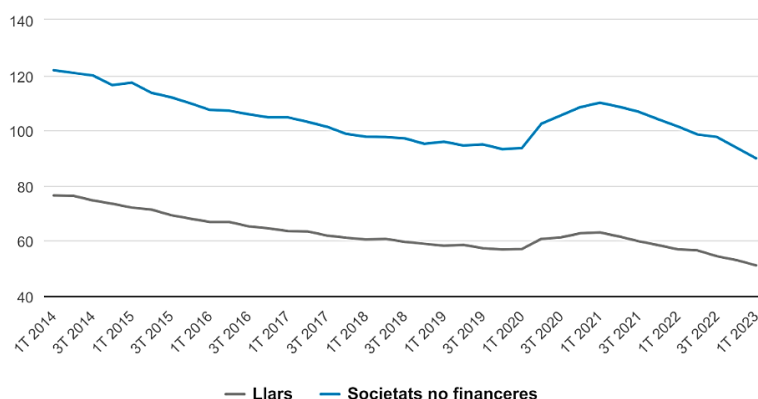
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

L'activitat immobiliària a Espanya es continua moderant. Al maig, es van realitzar 51.939 compravendes d'habitatge, un 6,5% menys que el maig del 2022. Des de començament d'any, les compravendes han retrocedit un 4,1% interanual, degut, entre altres factors, a l'impacte sobre la demanda de l'augment dels tipus d'interès i de l'erosió del poder adquisitiu de les llars. Per segments, la caiguda al maig es va concentrar en l'habitatge de segona mà (-8,7% interanual). Per la seva banda, la compravenda d'habitatge d'obra nova va avançar el 3,8% interanual, si bé des de començament d'any també es troba en retrocés (-2,4% interanual). De cara als propers trimestres, seguim esperant un notable ajust en el nombre de compravendes respecte als registres elevats del 2022, però hi ha diversos factors que continuaran donant suport al sector i que fan improbable una forta correcció com l'experimentada el 2008-2013, entre els quals destaquen un mercat laboral resilient i uns fluxos significatius d'immigració.

Les llars i les empreses espanyoles han continuat reduint el seu deute. En el 1T 2023, el deute de les societats no financeres (en termes nominals) va caure respecte al tancament del 2022 en 20.600 milions d'euros (-1,7%), mentre que el deute de les llars va anotar una caiguda de 7.900 milions (-1,1%). En percentatge de PIB, les ràtios d'endeutament tant de les llars com de les empreses han baixat de manera notable. Així, el deute de les empreses es va situar en el 89,9% del PIB en el 1T 2023, és a dir, 3,8 p. p. inferior respecte al 4T 2022 i en un nivell semblant al de mitjan 2004. Per la seva banda, el deute de les llars es va situar en el 51,1% del PIB, -1,9 p. p. respecte al 4T 2022 i fins a situar-se a prop del nivell de finals de 2002. Les ràtios d'endeutament a Espanya es mantenen molt per sota de les dades corresponents de la mitjana de la zona de l'euro: -12,5 p. p. per a empreses i -5,1 p. p. per a llars.

Espanya: deute del sector privat

(% del PIB)



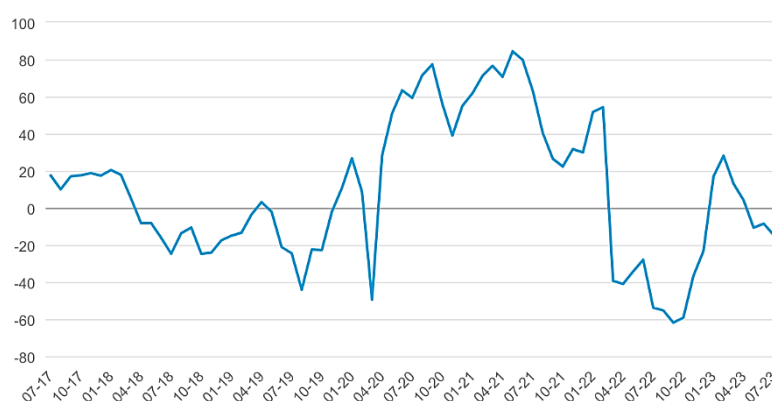
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

Economia internacional

Les perspectives per a l'economia alemanya es continuen deteriorant. De fet, l'indicador d'expectatives ZEW va decebre en caure més del que s'esperava al juliol, amb el percentatge d'enquestats que anticipa un deteriorament addicional de la situació pujant en 2,9 p. p., fins al 36%, mentre que el percentatge dels que confien en una millora baixa en 3,3 p. p., fins al 21%. En aquest context de debilitat econòmica, el Govern alemany ha reafirmat el compromís amb la tornada a la «normalitat fiscal» i ha presentat un pressupost per al 2024 amb què posa fi a tres anys d'estímuls fiscals extraordinaris. De fet, la despesa pública es retalla un 6% (només la partida de defensa es veu incrementada) i s'espera situar el dèficit públic al voltant del 0,4% del PIB (2,3% estimat per al 2023). A més, es reactiva la regla constitucional que limita l'increment anual del deute públic (*debt brake*) per reduir la ràtio de deute sobre el PIB des del 68% estimat el 2023. El document, que encara ha de ser aprovat pel Parlament, dona algunes pistes sobre la posició que adoptarà Alemanya en el debat en curs sobre la reforma de les regles fiscals.

Alemanya: índex de sentiment econòmic ZEW

Balanç de respostes



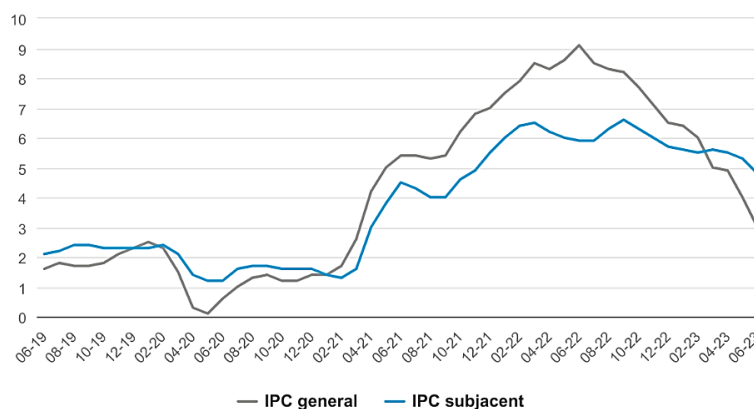
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del ZEW alemany.

La inflació dels EUA continua amb la bona dinàmica al juny. La inflació general (IPC) dels EUA va caure 1 p. p. al juny fins a assolir el 3% interanual, un nivell no vist des del març del 2021 i que s'ubica lleugerament per sota del que esperava el consens d'analistes. A diferència d'altres mesos, el descens de la inflació al juny no va ser només a causa d'uns preus energètics menors (perquè la inflació nucli va baixar 0,5 p. p.) o per efectes base (perquè l'augment intermensual desestacionalitzat tant de l'IPC general com nucli va ser del 0,2%, consistent amb una evolució interanual del 2%). De fet, els signes de desinflació van ser visibles en la major part de la cistella, amb caigudes en importants partides subjacents, com els costos de l'habitatge (*shelter*), amb gran pes a la cistella, o als vehicles usats. Per la seva

banda, els preus al productor (PPI) també es van desacelerar més del que s'esperava fins a assolir una inflació del 0,1% interanual al juny (0,9% al maig). En balanç, pensem que les dades del juny van en la direcció que desitja la Reserva Federal, però no prou com per persuadir el banc central perquè no pugi els tipus d'interès oficials a la propera reunió de finals de juliol, o ni tan sols moderar el to *hawkish* sobre la trajectòria de la política monetària (vegeu la [Nota Breve](#)).

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

Les xifres del sector exterior continuen pronosticant un entorn desafiador per al creixement de la Xina. Les exportacions de la Xina es van contreure un 12,4% al juny (vs. -7,5% al maig), cosa que representa la caiguda més gran, en termes interanuals, des del març del 2020. Per la seva banda, les importacions van baixar un 6,8% (vs. -4,5% al maig), una caiguda que, no obstant, ha estat en part contrarestada per un nivell rècord d'importacions d'energia. Mentre la demanda global se segueixi refredant i persisteixi el rebalanceig del consum cap als serveis, s'espera que les exportacions de la Xina mantinguin aquesta debilitat, afegint així un vent en contra més a les perspectives de creixement per a enguany. Testimoni de la debilitat de la demanda, la inflació general (IPC) a la Xina continua refredant-se i ha arribat al juny al 0,0% (vs. 0,2% al maig), mentre que la inflació subjacent va caure del 0,6% al 0,4%.

Mercats financers

Els senyals de moderació de la inflació als EUA activen l'apetència pel risc inversor. Setmana marcada per l'aprovació inversora als senyals de desinflació al juny als EUA, tant des de l'òptica de preus del consumidor com del productor, que a més a més se sumen a altres dades de resiliència del cycle econòmic i del mercat laboral nord-americà. En balanç, els implícits del mercat monetari tanquen la setmana amb una reducció d'entre 5 i 10 p. b. per al tipus terminal cotitzat enguany tant per a la Fed com per al BCE. També la rendibilitat dels bons sobirans es va reduir amb força, amb caigudes de fins a 30 p. b. a les referències a 10 anys dels EUA i al voltant de 20 p. b. a la zona de l'euro, on les dades econòmiques continuen mostrant una pèrdua de dinamisme econòmic. La correlació entre les rendibilitats del deute sobirà i les accions va ser negativa una setmana més, amb pujades generalitzades als índexs borsaris. D'altra banda, el dòlar va patir una setmana de forta debilitat i es va depreciar un 2% davant dels principals socis comercials. Així, enfront el dòlar, l'euro es va apreciar fins als seus màxims de l'any (1,12 dòlars per euro), mentre que el ien es va apreciar un 3% (per sota de 140 iens per dòlar), per l'expectativa que el Banc del Japó pugui canviar el rumb de la seva política monetària ultralaxa. Finalment, pel que fa a les primeres matèries, el preu de la referència europea de gas natural (TTF holandès) es va reduir un 20% durant la setmana, en un context d'elevats nivells de reserves, especialment per a aquesta època de l'any. Pel que fa al petroli, el preu de la referència Brent va avançar un 4% durant la setmana fins a superar els 80 dòlars per barril, per la debilitat de la moneda verda i després dels anuncis de retallades en la producció i les exportacions de l'Àrabia Saudita i Rússia.

El BCE no té prou confiança en la inflexió de la inflació. El passat 15 de juny, el BCE va apujar els seus tipus oficials a 25 p. b. i va assenyalar com a «molt probable» un nou increment al juliol. Les actes d'aquesta reunió, publicades recentment, reforcen aquestes perspectives en assenyalar una preocupació dins del Consell de Govern sobre una inflació massa elevada durant massa temps. Tot i que les actes mostren una mica més de pessimisme respecte a l'activitat (els membres del BCE veuen dades pitjors del que han previst les seves projeccions i riscos a la baixa), a més d'una valoració positiva del descens que ja ha fet la inflació, també ressalten que, en la lluita contra les pressions de preus subjacents, el BCE encara no veu prou evidència per considerar que s'ha assolit un punt d'inflexió. En aquest sentit, les actes reflecteixen una discussió sobre la interacció entre els marges empresarials i els salaris, en què el BCE conclou que la política monetària té un paper clau per refredar la demanda agregada i així facilitar que els marges absorbeixin les pressions dels costos laborals. Tot això, sumat a les declaracions que diferents membres del BCE han anat fent des de la reunió, és conseqüent amb un nou increment de 25 p. b. en els tipus al juliol, un moviment plenament descomptat pels mercats monetaris.

		13-7-23	7-7-23	Var. setmanal	Acumulat 2023	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,66	3,64	2	153	366
	EUA (Libor)	5,57	5,56	+1	80	283
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	4,17	4,19	-2	88	322
	EUA (Libor)	6,04	6,04	+0	56	206
Tipus 10 anys	Alemanya	2,49	2,64	-15	5	131
	EUA	3,76	4,06	-30	-11	80
	Espanya	3,49	3,69	-19	-2	116
	Portugal	3,20	3,37	-18	-24	82
Prima de risc (10 anys)	Espanya	101	105	-4	-7	-15
	Portugal	71	73	-2	-29	-49
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		4.510	4.399	2,5%	17,5%	19,0%
Euro Stoxx 50		4.392	4.237	3,7%	15,8%	29,3%
IBEX 35		9.479	9.249	2,5%	13,9%	21,5%
PSI 20		6.017	5.889	2,2%	5,1%	4,6%
MSCI emergents		1.021	981	4,1%	6,7%	5,7%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,123	1,097	2,4%	4,9%	12,1%
EUR/GBP	lliures per euro	0,855	0,854	0,1%	-3,5%	0,9%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,149	7,225	-1,1%	3,6%	5,8%
USD/MXN	peso per dòlar	16,840	17,147	-1,8%	-13,6%	-19,0%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		104,5	101,9	2,6%	-7,3%	-6,4%
Brent a un mes	\$/barril	81,4	78,5	3,7%	-5,3%	-17,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	26,6	33,5	-20,5%	-65,1%	-84,8%

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