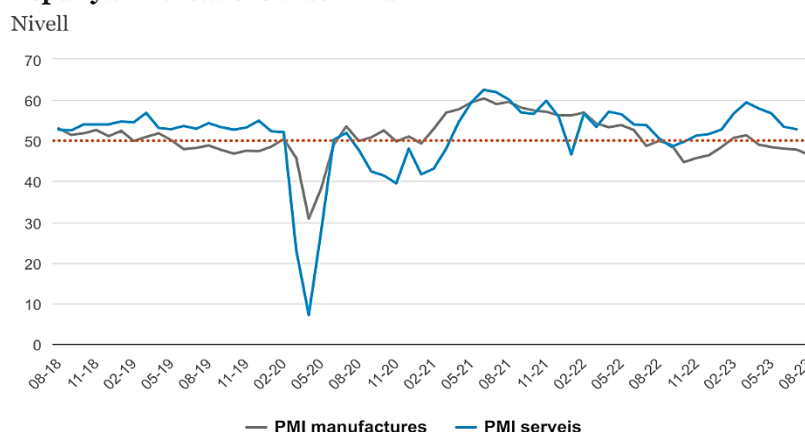


Economia espanyola

Els indicadors espanyols de clima empresarial anticipen una desacceleració de l'activitat. A l'agost, l'índex PMI per al sector manufacturer va patir un deteriorament important, a causa de la caiguda de les comandes, i es va situar en els 46,5 punts, 1,3 punts per sota del mes de juliol, i molt per sota del llindar que marca creixement al sector (50 punts). Aquesta lectura suggereix que el ritme de contracció de l'activitat industrial s'ha intensificat respecte als mesos anteriors. En espera de la dada d'agost, l'indicador homòleg per al sector serveis ja va retrocedir al juliol 0,6 punts fins als 52,8 punts. Aquest comportament apunta que l'activitat continua creixent al sector, tot i que a un ritme més baix. Per la seva banda, també al juliol, les vendes al detall van créixer el 0,2% intermensual i el 7,3% en termes interanuals, amb avanços pràcticament generalitzats entre tots els seus subcomponents. Pel que fa a la producció industrial, va retrocedir al juny un 1,0% intermensual (-3,0% interanual), amb caigudes intermensuals a tots els sectors excepte el de béns intermedis. Al conjunt del 2T 2023, la producció industrial va retrocedir un 1,1% respecte al 1T de l'any.

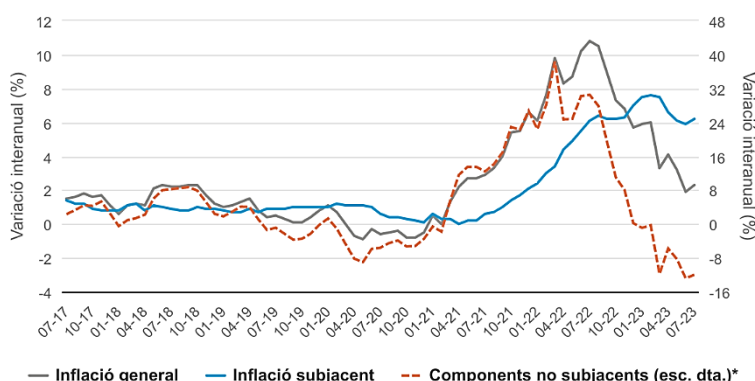
Espanya: indicadors d'activitat



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

La inflació a Espanya repunta a l'agost a causa de l'alça en els preus dels carburants. La inflació general va repuntar a l'agost i es va situar en el 2,6% (2,3% al juliol), segons l'indicador avançat de l'IPC de l'INE. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou energia i aliments no elaborats) es va moderar fins al 6,1% (6,2% al juliol). L'INE no ha publicat el detall per components, però va destacar que l'evolució a l'alça de la inflació general ha estat determinada principalment per l'augment dels preus dels carburants i dels combustibles. També destaca que els efectes de base en els preus de l'electricitat han contribuït a moderar l'avanç de la inflació. En conjunt, la dada d'inflació general s'ha situat lleugerament per sobre del rang esperat per CaixaBank Research, mentre que la inflació subjacent se situa en línia amb allò que s'esperava (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: evolució de l'IPC



Notes: *Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics. Es calcula descomplant el component subjacent de l'IPC.

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

Tot i la caiguda dels intercanvis comercials, el dèficit comercial es va continuar reduint al juny. Per tercer mes consecutiu, al juny van caure les exportacions de béns (-2,8% interanual), però, atès que les importacions ho van fer amb més intensitat (-9,9%), el dèficit es va reduir amb força fins a 2.355 milions de euros (-5.394 milions el juny del 2022). Amb aquesta dada, el 1S 2023 va tancar amb un dèficit de 16.420 milions d'euros, la meitat que en el 1S 2022 (-31.963 milions), però per sobre de la mitjana del 2014-2019 (-11.938 milions). Per components, la millora és generalitzada: d'una banda, el dèficit energètic es va contreure en el 1S fins a 16.705 milions (-25.894 milions en el mateix període del 2022), gràcies a les menors importacions en volum (-17,6% interanual), en un context de caiguda de preus (-12,3%). D'altra banda, la balança de béns no energètics va anotar un superàvit de 285 milions (vs. dèficit de 6.069 milions el 2022), fruit del dinamisme més elevat de les exportacions (6,9% vs. -3,1% les importacions), resultat que s'explica per un «efecte preu» (es van encarir un 8,7%), ja que en volum van caure un 1,6%.

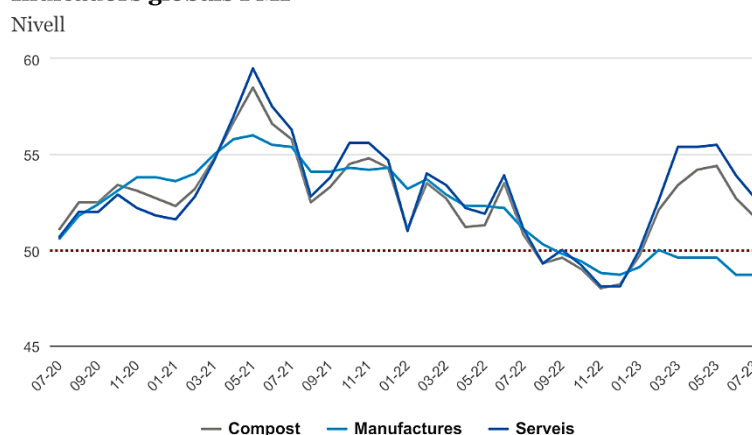
L'activitat immobiliària espanyola manté una tendència de desacceleració molt gradual. Al juny es van fer 53.999 compravendes d'habitatge, un 6,4% menys que en el mateix mes de l'any anterior. En el conjunt del 1S 2023, es van dur a terme 315.783 compravendes d'habitatge, un 4,5% menys que en el 1S 2022. No obstant això, aquesta xifra de compravendes encara se situa un 55% per sobre del 1S 2019 (prepandèmia). D'aquesta manera, si bé és cert que l'activitat immobiliària s'està desaccelerant, ho fa a un ritme molt suau i, a més, el punt de partida és molt elevat. Amb vista al 2S, preveiem que s'accentui la intensitat de la desacceleració, a mesura que es continuï filtrant l'impacte de la pujada de tipus d'interès.

Economia internacional

Les dades de creixement globals en el 2T van ser força positives, en termes generals. Entre les principals economies que van publicar el PIB, s'observa un ritme de creixement més elevat. Així, el Japó va créixer un 1,5% intertrimestral vs. un 0,9% anterior; el Regne Unit, un 0,2% vs. un 0,1%; la zona de l'euro, 0,3% vs. un 0,0%; els EUA, un 0,5% vs. un 0,5%; Turquia, un 3,5% vs. un -0,1%; i Mèxic, un 0,8% vs. un 1,0%. La gran decepció va ser la Xina, que va frenar substancialment el seu avanç (0,8% vs. 2,2%), i va frustrar les esperances dipositades en la seva capacitat de reactivació després de la seva obertura.

Tot i això, durant l'estiu, les perspectives de creixement global han empitjorat. Han estat diversos els elements que contribueixen a aquest deteriorament d'expectatives. A l'alentiment ja comentat de la Xina se sumen els problemes del sector immobiliari, que van generar diversos episodis d'inestabilitat financera en el període estival. A més, els principals bancs centrals, tot i que reconeixen que els tipus d'interès ja es troben en terreny contractiu, continuen fermes en el discurs de mantenir els tipus d'interès elevats durant més temps (*high for longer*). Tampoc va ajudar que el creixement del PIB a la zona de l'euro estigués sostingut, pràcticament, per factors transitoris. Aquest optimisme més baix es va reflectir en l'evolució del PMI mundial, que al juliol va caure fins a un nivell de 51,7 (52,7 anterior), a causa de la desacceleració que s'anticipa per al sector serveis (51,0 vs. 52,3), en un context de debilitat del sector manufacturer (es va mantenir en nivells de 48,7, mínims de l'any). A més, les caigudes registrades a l'agost per aquest índex a les grans economies anticipen un nou descens per a l'índex mundial.

Indicadors globals PMI



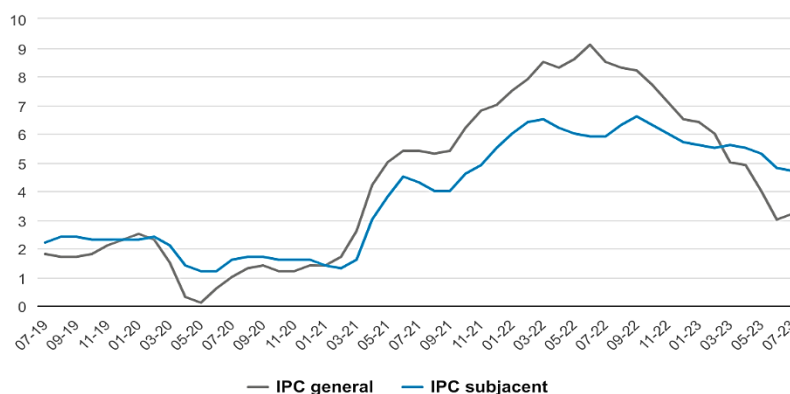
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Les perspectives per a la zona de l'euro es deterioren substancialment. La zona de l'euro va créixer en el 2T un 0,3% intertrimestral, després d'estancar-se en el 1T (revisat a l'alça des del -0,1%). Tot i això, aquest resultat s'explica pel fort creixement de França (0,5% vs. 0,1% en el 1T), esperonat pel lliurament d'un vaixell que ha inflat les exportacions, i per la volatilitat de les dades d'Irlanda (+3,3% vs. -2,8%). Si s'exclouessin tots dos elements, la zona de l'euro amb prou feines hauria crescut, ja que Itàlia va caure un 0,3% (+0,6% anterior) i Alemanya es va estancar, després de dos trimestres de caiguda. Els dubtes que planen sobre l'evolució de l'economia de la zona de l'euro es reflecteixen en l'evolució dels principals indicadors de clima empresarial, i Alemanya és la que genera més dubtes. Així, a l'agost, el PMI compost de la zona de l'euro va caure per quart mes consecutiu (47,0 vs. 48,6), alhora que l'índex de sentiment econòmic de la Comissió va caure 1,2 punts, fins a 93,3, mínim des del novembre del 2020. Respecte a Alemanya, l'Ifo va caure a l'agost per quart mes consecutiu fins a mínims des de l'octubre del 2022 (85,7 vs. 87,4 al juliol). La feblesa que s'anticipa per a la zona de l'euro aconsella una revisió a la baixa de les nostres previsions de creixement per a la regió, actualment en el 0,7% per al 2023 i l'1,0% per al 2024. En aquest context de debilitat econòmica, continuen les evidències de desinflació gradual però sostinguda: a l'agost, la inflació general es va mantenir sense canvis en el 5,3% (per una contribució menys negativa de l'energia, atès que la resta de components van disminuir); mentre que la nucli (sense energia ni aliments) va caure 0,2 p. p., fins al 5,3% (vegeu la [Nota Breve](#)).

Senyals mixtos a l'economia dels EUA de cara al 3T. Els indicadors econòmics publicats durant el mes d'agost van oferir senyals dispars sobre el ritme de creixement econòmic nord-americà. D'una banda, el mercat laboral va continuar normalitzant-se i el nombre de vacants de feina es va situar al juliol en 8,8 milions, davant els 9,2 del mes anterior (revisats en 0,4 milions a la baixa). Així mateix, la creació d'ocupació, segons l'enquesta de l'ADP, es va situar a l'agost en 177.000 llocs de treball, un ritme més normalitzat que els 272.000 de mitjana entre el gener i el juliol. En una línia similar, el PMI compost d'agost va baixar dels 52 punts fins als 50,4, encara una mica per sobre del llindar que separa el terreny expansiu del contractiu. D'altra banda, el mercat immobiliari està oferint senyals de resistència, amb augments en el nombre de compravendes (les vendes de nous habitatges van augmentar al juliol de 684.000 a 714.000, un nivell més elevat que els 649.000 de mitjana des del gener del 2022), malgrat la resistència a la baixa dels preus. Segons el model Nowcasting de la Reserva Federal d'Atlanta, el PIB dels EUA podria créixer prop d'un 6% intertrimestral anualitzat en el 3T, una xifra molt més que notable i clarament per sobre del consens d'analistes i de la nostra pròpia previsió.

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

Els indicadors de clima econòmic reflecteixen la feblesa de l'economia xinesa. El PMI manufacturer oficial es va situar en els 49,7 punts a l'agost, una lleugera recuperació respecte al juliol (+0,4 punts). Mentrestant, el PMI no manufacturer va caure fins a 51,0 punts (vs. 51,5 en el mes anterior) i va acusar la caiguda en serveis, fins a mínims des de la reobertura en el 1T 2023 (50,5 vs. 51,5). L'índex de construcció va pujar 2,6 punts respecte al mes anterior, fins a 53,8, fet que pot respondre a l'increment de la inversió pública en infraestructures en un entorn en què el gegant asiàtic s'està enfrontant a nombrosos vents en contra, com la caiguda de la demanda externa i els temors d'un «aterratge forçós» al sector immobiliari.

La revisió del PIB confirma que l'economia portuguesa es va estancar en el 2T 2023. Després de créixer un extraordinari 1,6% intertrimestral en el 1T, en el 2T el creixement del PIB va ser nul, ja que la debilitat de la demanda externa va contrarestar l'avanç de la demanda interna (va aportar 0,4 p. p.). En aquest context, l'evolució del mercat de treball va ser relativament positiva, amb una taxa d'atur que va caure fins al 6,1% en el 2T (7,2% en el 1T). En qualsevol cas, no cal esperar un repunt significatiu de l'activitat els propers mesos, tenint en compte la moderació que continuen mostrant els principals indicadors de clima empresarial i sentiment econòmic: per exemple, l'índex de sentiment econòmic elaborat per la Comissió Europea va caure a l'agost 3,4 punts, fins a 96,9, mínim des del març del 2021. Finalment, la inflació va repuntar a l'agost 0,6 p. p., fins al 3,7%, acusant l'augment dels preus dels combustibles, mentre que la subjacent va cedir 0,2 p. p., fins al 4,5%.

Mercats financers

Volatilitat a les borses internacionals a l'agost, que amaina a final de mes. Els actius de risc van patir durant el mes com a conseqüència del repunt en les expectatives dels tipus d'interès als EUA i la feblesa de la demanda xinesa. La rendibilitat dels tipus sobirans nord-americans a 10 anys va arribar a tocar màxims de 16 anys en el 4,34% cap a mitjan mes, tot i que aquesta tendència s'ha revertit de manera important la darrera setmana, quan les últimes dades conegudes sobre PIB, mercat laboral i preus continuen assenyalant un cicle econòmic dinàmic però no exempt de riscos. D'aquesta manera, els tipus a 10 anys es contrauen durant la setmana 13 p. b., per deixar l'alça del mes d'agost en 15 p. b. A la zona de l'euro, on els senyals de debilitat del cicle econòmic han estat més acusats al llarg de tot el mes, les referències a llarg termini acaben la setmana cedint al voltant de 10 p. b. Les borses occidentals, per la seva banda, sí que han tingut un bon exercici setmanal, especialment les nord-americanes. Això maquilla el tancament de mes, que no obstant segueix en negatiu. Les borses xineses també han rebotat durant la setmana, tot i que no prou com perquè els seus resultats de tancament de mes guanyin llustre (CSI300 -6,2%, Hang Sen -8,5%). Pel que fa a les divises, també el dòlar s'ha mogut per les expectatives de tipus, en aquest cas amb correlació directa, i s'aprecia amb força des de mitjan juliol, encara que en les darreres sessions aquest moviment va perdre una mica de força. Finalment, al mercat de matèries primeres destaca la volatilitat en la cotització del preu del gas natural durant el mes, amb la referència TTF europea creixent un 23,5% des del juliol pels temors sobre el subministrament a la tardor derivats de l'amenaça de vaga en un important productor australià. També el preu del cru s'ha mostrat força volàtil, amb un barril de Brent que s'encareix durant l'última setmana gairebé un 3,0% superant els 86 dòlars, acusant l'impacte dels baixos nivells d'inventaris als EUA i la decisió d'Àrabia Saudita de prolongar les retallades fins, almenys, al mes d'octubre.

Els bancs centrals afronten un final del cicle de pujades marcat per la incertesa. Els presidents dels principals bancs centrals del món van acudir a la cita habitual de finals d'agost a Jackson Hole i als seus discursos van reiterar el compromís de recuperar l'estabilitat de preus i tornar la inflació al 2%. Per això, tant Jerome Powell com Christine Lagarde es van mostrar fermes en la intenció de mantenir la política monetària restrictiva per un període de temps prolongat, tot i que es van mostrar una mica més dubitatius sobre la necessitat de continuar pujant els tipus d'interès. El fet que la inflació es continuï moderant, tot i que des de nivells elevats, i que els indicadors d'activitat s'hagin debilitat significativament, sobretot a Europa, ha fet que les expectatives dels mercats financers sobre més pujades de tipus a les reunions següents es refredessin. En el cas de la zona de l'euro, la probabilitat d'observar una pujada de tipus en el que resta d'any va tancar l'agost al voltant del 60%, davant del gairebé 100% que es cotitzava a mitjan juliol, mentre que als EUA les probabilitats es mantenen per sota del 50%.

		31-8-23	25-8-23	Var. setmanal	Acumulat 2023	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3.80	3.79	1	166	308
	EUA (Libor)	5.67	5.67	+0	90	253
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	4.10	4.05	+6	81	225
	Alemanya	2.47	2.56	-9	3	91
Tipus 10 anys	EUA	4.11	4.24	-13	24	86
	Espanya	3.48	3.59	-11	-4	72
	Portugal	3.19	3.28	-8	-24	54
Prima de risc (10 anys)	Espanya	102	103	-1	-7	-19
	Portugal	73	71	1	-27	-37
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		4,508	4,406	2.3%	17.4%	13.6%
Euro Stoxx 50		4,297	4,236	1.4%	13.3%	24.3%
IBEX 35		9,506	9,339	1.8%	14.3%	21.8%
PSI 20		6,174	6,121	0.9%	7.8%	3.6%
MSCI emergents		980	971	1.0%	2.5%	0.4%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1.084	1.080	0.4%	1.3%	9.0%
EUR/GBP	lliures per euro	0.856	0.858	-0.3%	-3.4%	-0.7%
USD/CNY	yuans per dòlar	7.259	7.287	-0.4%	5.2%	5.1%
USD/MXN	peso per dòlar	17.038	16.748	1.7%	-12.6%	-15.6%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		106.0	105.5	0.5%	-6.0%	-11.2%
Brent a un mes	\$/barril	86.9	84.5	2.8%	1.1%	-6.0%
Gas n. a un mes	€/MWh	35.0	34.8	0.7%	-54.1%	-85.6%

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