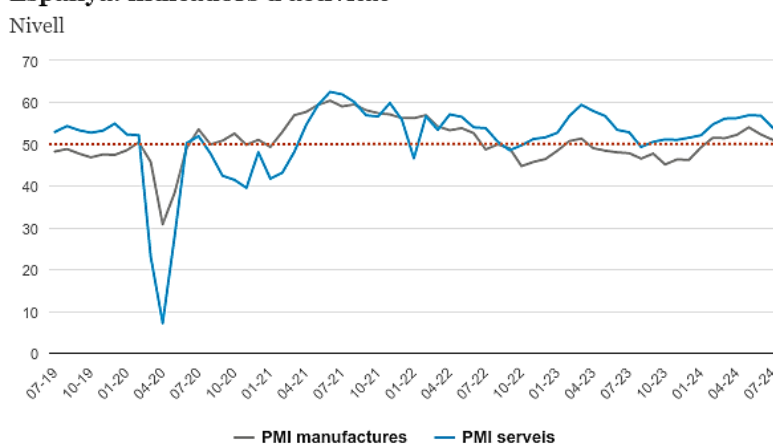


Economia espanyola

El creixement del PIB d'Espanya del 2T 2024 sorprèn a l'alça, però els primers indicadors disponibles del 3T es mostren més moderats. El PIB va créixer el 0,8% intertrimestral en el 2T de l'any, per sobre del creixement de la zona de l'euro (0,3% intertrimestral) i per sobre de les nostres expectatives, que anticipaven un avanç del 0,5%. En termes interanuals, la taxa es va accelerar respecte del trimestre anterior, del 2,6% al 2,9%. La composició del creixement va ser favorable, amb el sector exterior com a principal motor de creixement, amb una aportació de 0,5 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, i una demanda interna que també va créixer, tot i que a un ritme més modest, i que va aportar 0,3 p. p. al creixement del PIB. Més específicament, el consum privat va avançar el 0,3% intertrimestral i el públic, el 0,2%. La inversió va mantenir un ritme de creixement notable, del 0,9% intertrimestral, impulsada sobretot per la inversió en construcció. Pel que fa al sector exterior, les exportacions van créixer l'1,2% intertrimestral, mentre que les importacions van recular el 0,2%. Pel que fa als primers indicadors disponibles del 3T, els índexs PMI per al sector serveis i manufacturer van retrocedir al juliol. L'activitat es va refredar als dos sectors, amb l'indicador de serveis baixant de 56,8 punts al juny a 53,9 al juliol, i el de manufactures retrocedint de 52,3 punts a 51,0. És a dir, l'activitat continua creixent, tot i que a ritmes més moderats. Pel que fa al consum, l'índex de comerç al detall va avançar un 0,5% intermensual al juliol i la taxa interanual es va situar en l'1,0%, per sobre del 0,4% registrat el mes anterior. Finalment, el turisme va començar l'estiu amb bones xifres: al juny, a Espanya hi van arribar 9.313.450 turistes estrangers que van gastar prop de 12.370 milions d'euros, registres que suposen un creixement interanual del 12,1% i el 16,6%, respectivament.

Espanya: indicadors d'activitat



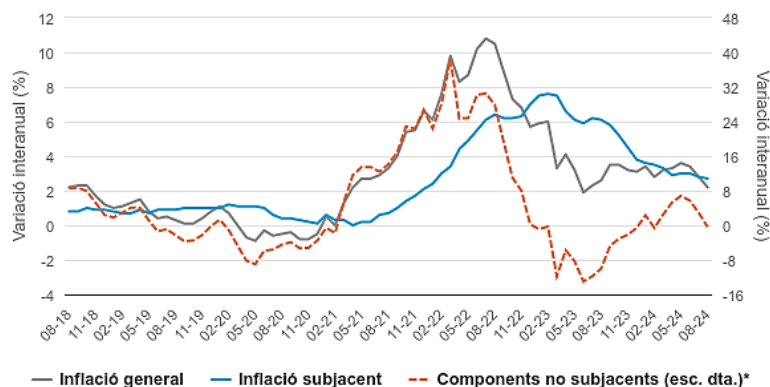
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Tot i la caiguda dels intercanvis comercials, el dèficit comercial a Espanya es va reduir amb força al juny. Per primera vegada en tres mesos, les exportacions de béns van caure al juny, el 3% interanual, però, atès que les importacions ho van fer amb més intensitat (-7,3%), el dèficit es va reduir en 713 milions d'euros (-2.355 milions al juny del 2023). Amb aquesta dada, l'1S 2024 va tancar amb un dèficit de 15.822 milions d'euros, xifra que millora lleugerament la de l'1S 2023 (-16.420 milions), però que supera la mitjana del 2014-2019 (-11.938 milions). Per components, la millora en el 1S s'explica exclusivament per la balança energètica, el dèficit de la qual es va reduir fins a 15.684 milions (-16.705 milions en el mateix període del 2023). En canvi, la balança de béns no energètics va anotar un dèficit de 138 milions, en contrast amb el superàvit de 285 milions el 2023; això va ser conseqüència del retrocés més elevat de les exportacions (-2,2% vs. -1,9% les importacions).

La inflació general a Espanya se situa a prop del 2% a l'agost. La inflació general va caure 6 dècimes a l'agost fins a situar-se en el 2,2%, segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE. D'altra banda, la inflació subjacent (que exclou energia i aliments no elaborats) es va situar en el 2,7% (0,1 p. p. menys que al juliol). L'INE destaca la contribució

a la baixa en la inflació dels carburants i dels aliments. La dada d'inflació general ha sorprès a la baixa, mentre que la inflació subjacent s'ha situat al rang esperat per CaixaBank Research (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: evolució de l'IPC



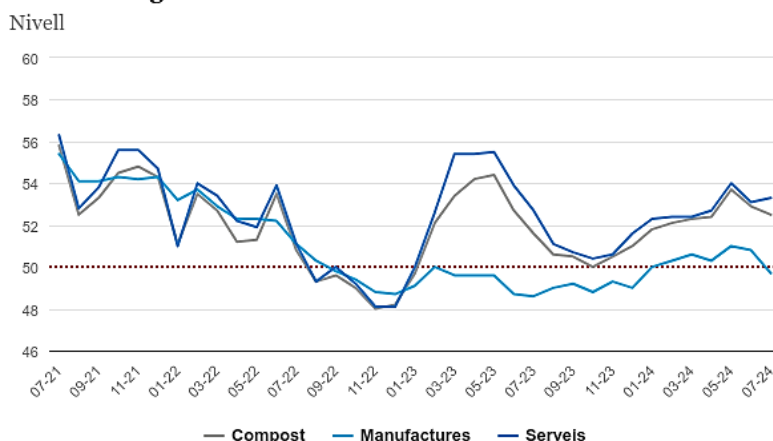
Notes: *Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics. Es calcula descomptant el component subjacent de l'IPC.

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

Economia internacional

L'activitat global es modera per segon mes consecutiu. Al juliol, l'indicador PMI compost d'activitat global es va situar en 52,5 punts, 4 dècimes per sota del nivell assolit el mes anterior. El lleuger ascens del sector serveis durant el mes no va ser suficient per compensar la pèrdua de dinamisme de les manufactures, el creixement de les quals es va veure debilitat pel descens de les noves comandes i la producció. D'altra banda, els costos de producció es van mantenir a l'alça i una part d'aquest increment va ser traslladat un mes més als preus finals de venda. Aquests factors, units a la incertesa geopolítica, van afectar negativament la confiança dels empresaris al juliol, que es va situar al nivell més baix dels últims vuit mesos. Per països, la moderació del ritme de creixement de l'activitat va ser generalitzada, tot i que especialment notable a la zona de l'euro, on l'activitat manufacturera es va mantenir en terreny contractiu a les principals economies de la regió, a excepció d'Espanya. Cal assenyalar així mateix el deteriorament registrat al PMI manufacturer de la Xina, que al juliol es va situar per sota dels 50 punts (49,8 punts, en terreny contractiu de l'activitat) per primera vegada en nou mesos, alimentant els dubtes sobre la fortalesa de la seva economia.

Indicadors globals PMI

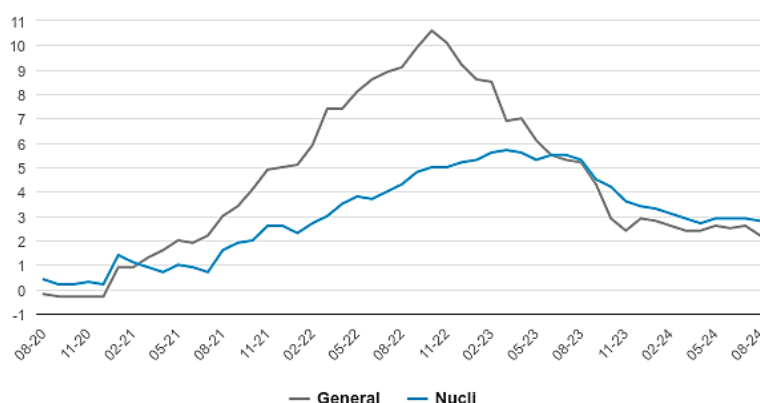


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Pobres perspectives de creixement a Europa per al 3T en un context de caiguda de la inflació. El PIB de la zona de l'euro va créixer en el 2T un 0,3% intertrimestral (un 0,3% també en el 1T). La dada oculta una disparitat significativa per països: Alemanya va tornar a decebre en contraure's un 0,1%, mentre que França i Itàlia van créixer lleugerament per sobre del que s'esperava (0,3% i 0,2%, respectivament). Amb vista al 3T, les probabilitats d'assistir a un repunt significatiu de l'activitat són baixes, tal com assenjala el deteriorament mostrat durant l'estiu pels principals indicadors de clima empresarial, que continuen acusant l'agreujament de la crisi del sector industrial i cert esgotament en serveis. Així, el PMI per a la zona de l'euro se situa a l'agost en els 51,2, superant el llindar de 50 que indica creixement positiu, però per sota dels 53,2 de mitjana del 2T. Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic va arribar a l'agost als 96,6 punts (100 indica creixement proper a la mitjana històrica), mentre que l'Ifo alemany va caure a l'agost fins als 86,6 punts i el ZEW mostra que el percentatge d'enquestats que no veuen canvis en la situació puja fins a gairebé el 50% a l'agost. El creixement econòmic de França contrasta amb la feblesa alemanya. Gràcies a l'impuls de les Olimpíades, el sector serveis francès podria accelerar el ritme de creixement en el 3T: el PMI va pujar a l'agost 3,6 punts, fins al 52,7, davant d'un 49,4 de mitjana en el 2T. En aquest context, la inflació general de la zona de l'euro va baixar amb intensitat a l'agost (2,2% vs. 2,6%), mentre que el nucli es va mantenir més estable (2,8% vs. 2,9%) (vegeu la [Nota Breve](#)).

Zona de l'euro: IPCA

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

L'activitat als EUA va començar el 3T amb bon peu, lluny de l'escenari recessiu que van descomptar els mercats a principis d'agost. Després d'haver crescut un 1,4% i un robust 3,0% (taxes trimestrals anualitzades) els dos primers trimestres de l'any, respectivament, sembla que l'economia nord-americana s'encamina cap a un altre trimestre de creixement positiu a l'estiu, tot i que a un ritme probablement més moderat que el del 2T. De fet, els *nowcasts* de la Fed estimen que el PIB creixerà un 2,0% en el 3T. Pel que fa a les dades conegudes fins ara que donen suport a aquesta estimació, el PMI compost es va situar per sobre de 54 tant al juliol com a l'agost (53,5 el 2T), impulsat pel sector serveis. Les dades de consum han estat força positives, amb les vendes al detall creixent un 1,0% mensual al juliol (la variació mensual més elevada des del gener de l'any passat) mentre les vendes de nous habitatges van pujar un 10,0%. El sector manufacturer, que havia mostrat debilitat en indicadors com l'ISM, va presentar alguns senyals de recuperació amb un increment del 9,9% a les ordres de béns duradors al juliol, tot i que no esperem una gran acceleració a curt termini. També la inflació ha mostrat avanços cap a l'objectiu de la Fed en els últims mesos, caient fins al 2,9% (interanual) al juliol, el nivell més baix des del març del 2021, i marcant el quart mes consecutiu de descens en el que portem d'any. Aquestes dades han donat més confiança a la Fed per començar a baixar els tipus d'interès al setembre, atès que el mercat laboral ha esdevingut un focus de risc potencial per a l'economia nord-americana. La taxa d'atur es manté en nivells relativament baixos, però ha augmentat 0,8 p. p. en un any, arribant al 4,3% el mes passat. I, si bé és cert que l'increment en la taxa d'atur no va anar acompanyat per un augment dels acomiadaments, sinó per una desacceleració en les contractacions, aquest és un senyal poc favorable en un context de creixement de la població activa com el que està vivint els EUA. Per això, diversos responsables de la Fed ja han avançat que un refredament addicional del mercat laboral no serà ben rebut.

Mercats financers

Un mes d'anada i tornada als mercats financers, amb un fort repunt de la volatilitat, coincidint amb l'habitual baixa liquiditat estival. Tot i que tot apunta que el mes es tancarà amb lleugers, tot i que generalitzats, guanys als mercats borsaris i amb caigudes d'una entitat més gran en la rendibilitat dels tipus sobirans, l'agost ha estat un mes de gran volatilitat entre els diferents actius. Així, a principis de mes diferents factors van detonar i amplificar conjuntament caigudes en el preu dels actius financers: l'augment inesperat dels tipus d'interès oficials del Banc del Japó que va provocar el tancament desordenat de posicions de *carry-trade* al ien es va unir a la mala dada de creació d'ocupació al juliol als EUA i als resultats d'algunes empreses tecnològiques, que reflecteixen la dificultat de monetitzar la IA. Les borses dels mercats desenvolupats van acumular una caiguda des dels màxims de juliol fins al 8,2%, si bé tancaran el mes amb guanys superiors a l'1%. I si les caigudes han estat liderades per la borsa japonesa (que sí que tancarà l'agost amb caigudes d'un 1%), en l'exercici final del mes destaquen especialment alguns índexs europeus, com l'IBEX o el DAX alemany. Als EUA, per la seva banda, continua la rotació de grans empreses tecnològiques cap a d'altres de menor capitalització, fet que suposa que l'S&P 500 tindrà un millor exercici que el del Nasdaq a l'agost, com ja va passar al juliol. Pel que fa als tipus sobirans, després de les declaracions de Powell a Jackson Hole, els *treasuries* tancaran el mes amb fortes caigudes en rendibilitat, especialment als trams més curts. Al mercat monetari els tipus interbancaris a 12 mesos dels EUA també han experimentat una forta caiguda mensual reflectint el canvi d'expectatives de política monetària. A Europa, la tendència ha estat la mateixa, si bé la intensitat del moviment ha estat menor, ja que les expectatives per al BCE en els propers mesos no han variat tant com per a la Fed, i el mercat continua descomptant dues baixades més de tipus a la zona de l'euro d'aquí a final d'any. El fort ajustament en les expectatives de tipus d'interès als EUA ha suposat també una forta correcció per al dòlar, que acumula una depreciació superior al 2,5% davant dels seus principals parells al mes, especialment per la forta apreciació del dòlar ien (superior al 3%) però també per la de l'euro, que s'aprecia més d'un 2%. Finalment, al mercat de matèries primeres, destaca també la volatilitat del preu del petroli, llastat pels temors a una caiguda de la demanda als EUA i a la Xina, però amb els riscos geopolítics pressionant-lo a l'alça. Destaca així mateix el repunt en el preu del gas natural, amb la referència holandesa TTF acumulant un repunt mensual superior al 7% davant els temors que l'ofensiva ucraïnesa a la guerra suposi noves interrupcions en el subministrament de gas rus, malgrat els bons nivells de reserves.

La Fed començarà a abaixar els tipus d'interès al setembre. La Reserva Federal va mantenir els tipus d'interès en l'interval de 5,25%-5,50% en la seva última reunió de juliol, i el seu president, Jerome Powell, va obrir explícitament la porta a una primera baixada de tipus, va reconèixer el bon progrés en la lluita contra la inflació i va girar el focus cap al mercat laboral (vegeu la notícia d'Economia internacional). També a la conferència anual de bancs centrals organitzada per la Fed a Jackson Hole, Powell, amb un to inequívocament més acomodaticí, va afirmar que «ha arribat el moment que la política monetària s'ajusti», deixant entreveure que la Fed començarà a reduir els tipus en la propera reunió. També va subratllar l'atenció que estan prestant al mercat laboral, sense mostrar alarma, però confiat que, si els fonamentals es deterioren, l'estat actual de la política monetària els ofereix un ampli marge per actuar. Els mercats han interpretat aquestes declaracions com un senyal que la Fed ajustarà els tipus d'interès en les tres reunions que queden de l'any, i que, en almenys una (probablement al desembre), la retallada serà més gran de 50 p. b., davant dels 25 p. b. descomptats per a les reunions del setembre i novembre.

		29-8-24	31-7-24	Var. mensual	Acumulat 2024	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,51	3,65	-14	-40	-30
	EUA (Libor)	5,02	5,24	-22	-31	-39
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,11	3,39	-28	-41	-96
	EUA (Libor)	4,20	4,74	-54	-57	-122
Tipus 2 anys	Alemanya	2,36	2,53	-17	-4	-71
	EUA	3,89	4,26	-37	-36	-100
Tipus 10 anys	Alemanya	2,27	2,30	-3	33	-27
	EUA	3,86	4,03	-17	-2	-25
	Espanya	3,10	3,12	-2	19	-46
	Portugal	2,88	2,93	-5	32	-37
Prima de risc (10 anys)	Espanya	82	81	1	-14	-19
	Portugal	60	62	-2	-1	-10
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		5.592	5.522	1,3%	17,2%	23,9%
Euro Stoxx 50		4.966	4.873	1,9%	9,8%	15,1%
IBEX 35		11.359	11.065	2,7%	12,6%	18,9%
PSI 20		6.714	6.708	0,1%	5,0%	8,5%
MSCI emergents		1.095	1.085	0,9%	7,0%	10,8%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,108	1,083	2,3%	0,3%	1,4%
EUR/GBP	lliures per euro	0,841	0,842	-0,1%	-3,0%	-2,0%
USD/CNY	yuans per dòlar	7,097	7,227	-1,8%	0,0%	-2,6%
USD/MXN	peso per dòlar	19,848	18,617	6,6%	16,9%	18,6%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		97,0	96,4	0,6%	-1,7%	-8,6%
Brent a un mes	\$/barril	79,9	80,7	-1,0%	3,8%	-6,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	38,6	35,9	7,6%	19,3%	7,2%

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