

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 492 | SETEMBRE 2024



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Dèficit i deute en ascens: el futur de les finances públiques dels EUA

La desconexió entre els EUA i la Xina accentua la fragmentació de l'economia mundial

ECONOMIA PORTUGUESA

Com es distribueix la riquesa de les famílies portugueses?

ECONOMIA ESPANYOLA

Els factors que han impulsat l'estalvi de les llars espanyoles

Inversió en equipament a Espanya: comparativa amb la zona de l'euro

La rendibilitat i el cost de finançament de les empreses a Espanya

Les dinàmiques de la inflació dels serveis a Espanya

INFORME MENSUAL

Setembre 2024

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Rita Sánchez Soliva i

Nuria Bustamante

Coordinadors de l'*Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros)

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

6 de setembre de 2024

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

10 ECONOMIA INTERNACIONAL

12 *Dèficit i deute en ascens: el futur de les finances públiques dels EUA*
Isabela Lara White

14 *La desconexió entre els EUA i la Xina accentua la fragmentació de l'economia mundial*
David del Val

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *Els factors que han impulsat l'estalvi de les llars espanyoles*
Javier García-Arenas

24 *Inversió en equipament a Espanya: comparativa amb la zona de l'euro*
Oriol Carreras Baquer

27 *La rendibilitat i el cost de finançament de les empreses a Espanya*
Oriol Carreras Baquer

29 *Les dinàmiques de la inflació dels serveis a Espanya*
Zoel Martín Vilató

32 ECONOMIA PORTUGUESA

33 *Com es distribueix la riquesa de les famílies portugueses?*
Teresa Gil Pinheiro

Som on ho vam deixar

Els últims estius han estat força moguts. La pandèmia, les tensions en el comerç internacional, la guerra a Ucraïna, les pressions inflacionistes, el canvi de rumb de la política monetària... En aquest context, era difícil desconnectar durant les vacances. Afortunadament, malgrat la DANA financera de principis d'agost, enguany ha estat diferent, com a mínim en termes econòmics. L'economia espanyola és on la vam deixar o, fins i tot, està una mica millor del que ens pensàvem. Reprenem el fil?

L'economia espanyola va créixer un 2,5% el 2023, molt per damunt del que es preveia, i, durant els primers compassos d'enguany, ha mantingut un ritme d'avanç igualment vigorós. Al final de juliol, l'INE va publicar la taxa de creixement del PIB del 2T i la va situar en el 0,8% intertrimestral, el mateix ritme d'avanç que en el 1T i una mica per damunt del que esperava CaixaBank Research, que contemplava un creixement del 0,5%. A més a més, la composició del creixement també va ser favorable: l'aportació de la demanda interna i de la demanda externa va ser positiva, amb un esment especial a les exportacions de béns, que, després d'uns trimestres una mica febles, van anotar un avanç de l'1,3%. En termes sectorials, destaca el dinamisme de la indústria manufacturera, amb un creixement de l'1,1%, i de les activitats relacionades amb el turisme.

El punt de partida és una mica millor del que esperàvem abans de la pausa estiuenca, i això ens obligarà a revisar lleugerament a l'alça la previsió de creixement del PIB per a enguany. En l'actualitat, l'escenari de CaixaBank Research preveu un avanç del 2,4% per al 2024, i les últimes dades apunten al fet que se situarà per damunt del 2,5%. Per exemple, la incorporació de la dada del 2T, mantenint sense canvis el creixement previst per al segon semestre de l'any, portaria el creixement del 2024 fins al 2,7%. Més enllà d'aquesta revisió, les tendències de fons no han canviat i continuen apuntant a una desacceleració moderada en els propers anys, amb un creixement que es podria situar lleugerament per damunt del 2%, tal com ho contempla l'escenari vigent.

D'una banda, cal esperar que la demanda externa vagi perdent embranzida. La zona de l'euro manté un ritme d'avanç molt modest, mentre que les economies dels EUA i de la Xina s'estan desaccelerant. De l'altra, el sector turístic, després de recuperar i de superar àmpliament els nivells previs a la pandèmia, també és normal que vagi moderant el ritme de creixement. Els indicadors del juliol continuen mostrant un avanç notable (la despesa dels turistes internacionals va créixer un 12,1% en relació amb el juliol de l'any passat), però és un ritme inferior al que presentaven a l'inici de l'any, un 27,6% en el conjunt del 1T.

En canvi, la demanda interna podria accelerar el pas, en especial el consum de les llars i la inversió, i compensar parcialment la menor embranzida de la demanda externa. Tres factors haurien d'ajudar en aquest sentit. En primer lloc, la finalització del cicle inflacionista. A l'agost, la inflació va recular fins al 2,2%, i res suggereix que hagi de tornar a augmentar fins a cotes com les observades uns trimestres enrere. En els propers mesos, podem observar repunts que ens apropin de nou al 3%, atès el nivell al qual encara estan pujant els preus dels aliments o dels serveis, però, en general, les llars haurien de continuar recuperant el poder adquisitiu perdut.

La reducció de la inflació permetrà que el BCE continuï retallant els tipus d'interès. Aquest és el segon element que hauria d'afavorir un major creixement del consum i de la inversió en els propers trimestres i, en especial, el 2025 i el 2026. Les expectatives de tipus d'interès implícites en les cotitzacions dels mercats monetaris descompten que el BCE reduirà el tipus de referència en 1,5 p. p. fins al desembre del 2025 i que l'euríbor a 12 mesos, actualment en el 3,1%, es podria arribar a situar lleugerament per sota del 2,5%. Finalment, la posició financera de les famílies i de les empreses, amb nivells de deute sanejats i inferiors als del conjunt de la zona de l'euro, també hauria d'afavorir una reactivació del consum i de la inversió.

Els principals riscos que envolten l'escenari de previsions de l'economia espanyola continuen sent externs. Les eleccions presidencials als EUA són, sens dubte, la pròxima fita en el camí, per les seves implicacions en la geopolítica internacional i també en matèria aranzelària. La desacceleració de l'economia xinesa i la capacitat que tindrà per continuar ajustant el seu sector immobiliari de manera gradual i ordenada també és un altre aspecte clau per seguir. A més a més, l'evolució dels diferents conflictes armats i les tensions geopolítiques que els envolten seran determinants. Afortunadament, som on ho vam deixar o, fins i tot, estem una mica millor, però, desafortunadament, els riscos que envolten l'economia espanyola encara continuen aquí.

Oriol Aspachs
Setembre de 2024

Cronologia

AGOST 2024

- 1-5** Fortes turbulències als mercats financers, a conseqüència de la decisió del Banc del Japó i d'unes dades d'ús del juliol als EUA pitjors del que s'esperava.
- 12** L'OPEP revisa lleugerament a la baixa la demanda mundial de petroli el 2024 i el 2025, a causa, sobretot, de la desacceleració del consum a la Xina.
- 23** La Fed començarà a reduir els tipus d'interès al setembre, segons apunta Powell a Jackson Hole.

JUNY 2024

- 2** L'OPEP acorda ampliar les retallades a la producció de cru (3,66 milions bpd fins al desembre del 2025 i 2,2 milions bpd fins al setembre del 2024, però amb una retirada gradual fins al setembre del 2025).
- 6** El BCE abaixa tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,75% i el *refi* en el 4,25%.

ABRIL 2024

- 9** El programa Copernicus de la UE informa que el març del 2024 és el desè mes consecutiu que marca un rècord de temperatura en el mes d'ençà que hi ha dades històriques (any 1850).

JULIOL 2024

- 26** Arrenquen els Jocs Olímpics a París.
- 31** El Banc del Japó apuja per sorpresa el tipus d'interès de referència fins al 0,25% (des del rang 0,0%-0,1% anterior), màxim des del final del 2008.

MAIG 2024

- 31** L'agència Standard & Poor's rebaixa la nota creditícia de França d'AA a AA-.

MARÇ 2024

- 13** El BCE ajusta el marc operatiu amb el qual implementa la política monetària.
- 19** El Banc del Japó apuja el tipus de referència del -0,1% al 0,1%.

Agenda

SETEMBRE 2024

- 3** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
- 12** Portugal: indicadors coincidents d'activitat (agost).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 13** Espanya: ràting Moody's i S&P.
- 17** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (2T).
- 17-18** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 20** Portugal: ràting Fitch.
Portugal: preus de l'habitatge (2T).
- 22** Espanya: balança de pagaments i PIIN (2T).
- 23** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (juliol i 2T).
Portugal: desglossament del PIB (2T).
- 26** Portugal: ràtio NPL (2T).
- 27** Espanya: desglossament del PIB (2T).
Espanya: avanç de l'IPC (setembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (setembre).
- 30** Espanya: taxa d'estalvi de les llars (2T).
Portugal: avanç de l'IPC (setembre).

OCTUBRE 2024

- 1** Portugal: ocupació i atur (agost).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (setembre).
- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 6** Consell Europeu.
- 9** Espanya: comptes financers (2T).
- 10** Portugal: comptes financers (2T).
- 15** Portugal: enquesta de préstecs bancaris (octubre).
- 17** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 18** Xina: PIB (3T).
- 21** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
- 25** Espanya: enquesta de població activa (3T).
- 30** Espanya: avanç del PIB (3T).
Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: avanç del PIB (3T).
Zona de l'euro: PIB (3T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
EUA: PIB (3T).
- 31** Portugal: execució pressupostària (setembre).
Portugal: activitat turística (setembre).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (octubre).

Tempestes estiuenques i corrents de fons

Un any més, seguint la tònica predominant a la majoria dels mesos d'agost, vam assistir al començament del mes a un nou episodi de volatilitat als mercats. La dinàmica és ben coneguda, perquè igual que l'estiu és procliu a fenòmens meteorològics extrems quan els embossaments d'aire fred coincideixen amb temperatures molt càlides a la superfície del mar, també els mesos d'agost solen ser complicats per als mercats financers quan l'escassa liquiditat dels mercats amplifica l'efecte causat sobre els preus dels actius per les sorpreses en les dades macroeconòmiques, en els resultats de les empreses o en l'àmbit geopolític.

Aquesta vegada, l'espoleta va ser un augment inesperat dels tipus d'interès oficials al Japó, que, en provocar una intensa apreciació del ien, va propiciar el tancament de posicions de *carry trade* (finançament en divisa japonesa a baix cost per invertir en actius de major rendiment en altres geografies) i, per tant, la venda d'actius als EUA, a la zona de l'euro, etc. A l'efecte d'aquest canvi dràstic en els fluxos financers, es van afegir una mala dada d'ús del juliol als EUA, la qual cosa va incrementar els temors a una recessió al país, i els resultats d'algunes empreses tecnològiques, que comencen a reflectir la bretxa temporal entre les ingents inversions necessàries per no perdre la carrera de la IA i la seva monetització.

Tot això va conformar un bon caldo de cultiu per a les correccions d'uns mercats de valors que presentaven una temperatura elevada després de les revaloracions dels set primers mesos de l'any (el +11% del gener al juliol), amb la inestabilitat potencial addicional de la important acumulació de posicions palanquejades durant la primavera en un entorn de baixa volatilitat. La caiguda acumulada de màxims a mínims va ser del 8,2% als mercats de valors desenvolupats i del 9,3% als mercats emergents, amb grans tecnològiques com NVIDIA o Tesla experimentant correccions superiors al 25% i amb l'índex borsari japonès Nikkei 225 patint la major caiguda (el 12,5%), en una sola sessió, de les últimes dècades. La bona notícia és que, després de la tempesta, ha arribat la calma, quan les dades d'activitat publicades al llarg del mes d'agost han tornat a posar de manifest que l'escenari d'aterratge suau encara és el més probable en aquests moments, mentre la inflació a les dues bandes de l'Atlàntic va cremant etapes en el seu camí cap al 2%.

A aquesta normalització de la situació financera després de les tempestes estiuenques també hi ha contribuït la clarificació de les perspectives de relaxament monetari als EUA, atès que Jerome Powell va confirmar a Jackson Hole que la

Fed començarà a reduir els tipus d'interès a partir del mes de setembre. En la seva intervenció, el president del banc central nord-americà va posar de manifest que, havent avançat en la batalla contra la inflació, ha arribat el moment de centrar l'atenció en l'activitat i en l'ocupació i, atès que el to actual de la política monetària és massa restrictiu, toca iniciar el retorn cap a la zona neutral. La nostra opinió és que això comportarà situar els tipus d'interès en la zona del 3%-3,25% a mitjan 2026, i, durant aquest camí, la Reserva Federal aprofitarà per revisar una estratègia de política monetària que, després de la seva última actualització el 2020, ha quedat una mica anquilosada. Un exercici semblant realitzarà el BCE, tot i que Lagarde ja ha anticipat que, aquesta vegada, no es realitzarà un ajust de l'objectiu. En el cas de la zona de l'euro, pensem que el tipus d'interès neutral estaria situat, després dels canvis estructurals dels últims anys, en la zona del 2%-2,25%, nivell d'arribada teòric a mitjà termini dels tipus oficials, en funció, però, de les noves sorpreses que vagin apareixent per l'horitzó.

Per tant, amb el moviment d'anada i tornada dels mercats del mes d'agost, s'ha tornat a posar de manifest que, sense canvis en les tendències de fons, el més aconsellable és no sobre-reaccionar davant els esdeveniments d'augment de la inestabilitat financera i confiar en la solidesa que proporcionen carteres ben diversificades per actius i geogràficament. De fet, un inversor de tornada d'unes vacances en una destinació idíl·lica, sense internet o sense xarxes socials (si és que això encara existeix), hauria comprovat el bon funcionament d'una cartera 60/40 i s'hauria estalviat l'ensurt de la primera setmana del mes.

En definitiva, un cop superada la tradicional DANA financera estiuenca, l'important continuaran sent les tendències de fons del cicle d'activitat, que vindran determinades per la capacitat dels bancs centrals de finalitzar la feina dels dos últims anys sense provocar un fort ajustament de l'activitat. Ara com ara, les dades continuen donant suport a la hipòtesi d'un aterratge suau. Això, tanmateix, no significa que estiguem vacunats contra potencials turbulències als mercats en els propers mesos, tenint en compte els elevats nivells de risc geopolític i que la política monetària continuarà en zona restrictiva durant un temps. Mentrestant, anirem preparant les crispetes o el cafè per a la llarga nit del proper 5 de novembre.

José Ramón Díez

Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	5,00	4,00
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,35	3,35
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,90	3,50
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,90	3,30
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,00	3,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,25	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,65
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,47
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,49
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,20	2,52
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,20	2,55
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,60	2,05
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,40	2,10
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,71	2,38
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,79	2,49
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,20	2,90
Prima de risc	11	158	73	105	98	80	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,94	2,60
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,93	2,65
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,10	2,85
Prima de risc	19	297	65	97	63	70	75
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,06	1,10
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	86,0	78,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	81,1	70,9

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,4	2,9	6,5	3,5	3,2	3,1	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,0	5,7	2,6	1,6	1,6	1,7
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,4	1,8
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,9	3,5	0,5	0,8	1,7
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	0,0	0,2	1,2
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,9	1,3
Itàlia	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,5
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	2,3
Espanya	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	2,4	2,3
Japó	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Regne Unit	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,5	0,6
Països emergents i en desenvolupament	6,4	4,4	7,0	4,1	4,3	4,1	4,3
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,8	4,2
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	1,8	1,8
Mèxic	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polònia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,8	4,3
Països desenvolupats	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	3,2	2,2
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,5	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,5	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,2	2,5
Japó	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Països emergents i en desenvolupament	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,9
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,5	1,7
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
Mèxic	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polònia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,1	4,6

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	-0,9	7,2	4,8	1,8	2,2	2,4
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	1,7	1,0
Formació bruta de capital fix	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	2,5	3,6
Béns d'equipament	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	2,2	4,6
Construcció	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	2,9	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	-0,9	6,6	2,9	1,7	2,0	2,3
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	3,6	2,4
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	2,9	2,5
Producte interior brut	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	2,4	2,3
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,7	2,2
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,1
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,2	2,5
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	6,0	4,6	3,0
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,6	2,7	2,7
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,8	0,2	1,6	1,4	3,6	3,6	3,7
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,7	-4,7	-3,6	-3,0	-2,6

Nota: 1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	-0,1	4,7	5,6	1,6	1,7	2,0
Consum de les AP	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,0	1,0	0,8
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,6	2,9	5,7
Béns d'equipament	3,2	2,0	15,3	5,5	4,6	-	-
Construcció	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,5	2,5
Exportació de béns i serveis	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,9	5,0
Importació de béns i serveis	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,3	5,4
Producte interior brut	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	2,3
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,6	2,2	2,2	2,0	1,4	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,6	6,5
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,5	2,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,1	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,3	0,4

Previsions

Estiu volàtil per als mercats financers

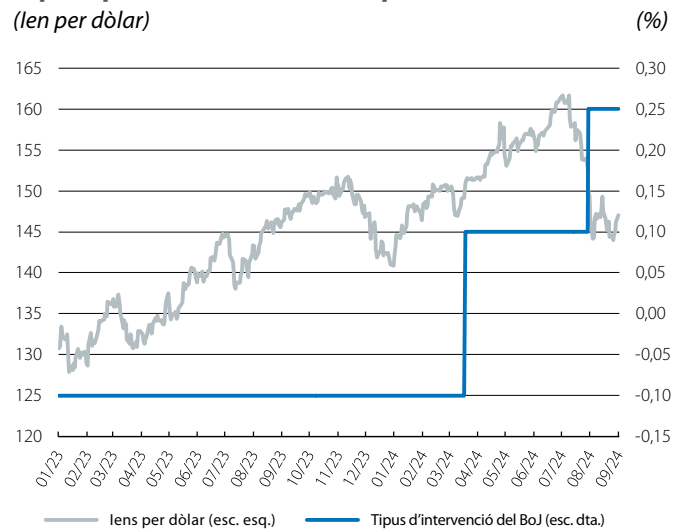
Entre el 2 i el 5 d'agost, els mercats financers van viure les sessions més turbulentes en anys, desencadenades pels temors precipitats a una recessió als EUA i per una decisió inesperada del Banc del Japó que va disparar la volatilitat. De llavors ençà, els mercats han fet mitja volta, han deixat en un ensurt les caigudes del començament d'agost i han tornat a posar en preu l'aterratge suau com el seu escenari central.

Anatomia d'una caiguda. Tot va començar el 31 de juliol, quan el Banc del Japó (BoJ) va anunciar de forma inesperada la pujada del tipus d'interès de referència del 0,10% al 0,25%. La sorpresa va provocar una apreciació del ien en pocs dies que va desencadenar una forta caiguda a la borsa japonesa i va impulsar el tancament de posicions de *carry trade*, operacions que impliquen finançar-se en iens a baix cost per invertir en actius de major rendiment, la qual cosa, al seu torn, va exacerbar els moviments de les divises i de les borses. Dos dies després de la decisió del BoJ, es van publicar unes dades d'ús del juliol als EUA una mica pitjors del que s'esperava ([vegeu la Conjuntura Internacional](#)), que van disparar les alarmes sobre una possible recessió i van intensificar el nerviosisme mundial. El que va començar amb una caiguda a la borsa japonesa va acabar en una venda massiva d'accions a nivell global. L'índex borsari japonès Nikkei 225, amb una caiguda del 12,5%, va tenir el seu pitjor dia en gairebé 40 anys; l'S&P 500 va viure la seva major caiguda des del novembre del 2022, i les borses desenvolupades van recular i es van situar el 8,2% per sota dels pics del juliol. El dòlar va perdre fins al 3% del seu valor, mentre que el ien es va enfortir fins al 6%. L'índex VIX de volatilitat va assolir nivells no vistos des de la pandèmia, exacerbat, a més a més, per l'escassa liquiditat típica de l'estiu. Per la seva banda, els mercats monetaris van augmentar l'expectativa de retallades de tipus de la Fed el 2024 dels 50 p. b. als 100 p. b., fins a un rang del 4,25%-4,50%.

Anatomia d'una recuperació. De llavors ençà, sembla que la calma ha tornat de forma gradual als mercats, sostinguda per les últimes dades d'activitat i d'inflació, que dibuixen un escenari de suau desacceleració amb inflacions gairebé sota control. Així, la majoria dels principals índexs borsaris van acabar el mes d'agost amb guanys superiors a l'1%, llevat del Nikkei 225, que, tot i que va aconseguir recuperar una gran part de les caigudes de l'inici del mes, va tancar lleugerament en vermell. A la zona de l'euro, l'IBEX 35 va destacar de forma positiva, impulsat pel sector consum. Als EUA, la desagregació per sectors mostra que la recuperació de la renda variable va presentar un biaix més defensiu, liderada per sectors com el consum no discrecional i les *utilities*. Per la seva banda, les grans empreses tecnològiques van quedar endarrerides, amb el Nasdaq tancant el mes per sota de l'S&P 500 i les Set Magnífiques apuntant-se amb prou feines el +0,20% a l'agost. I és que, després de tancar l'última temporada de beneficis, els resultats de les grans tecnològiques van demostrar una vegada més les dificultats de monetitzar la IA a curt termini.

Ara com ara, el reajustament d'expectatives sobre la Fed ha arribat per quedar-se. Els mercats monetaris de futurs també

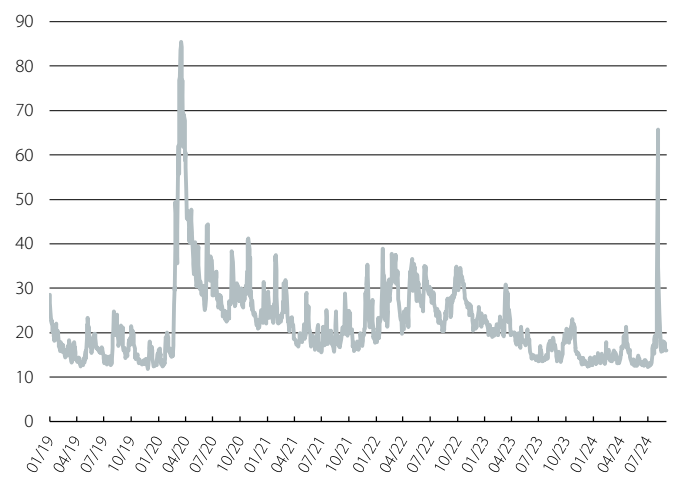
Japó: tipus d'interès oficial i tipus de canvi (len per dòlar)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del Banc del Japó.

Índex VIX de volatilitat

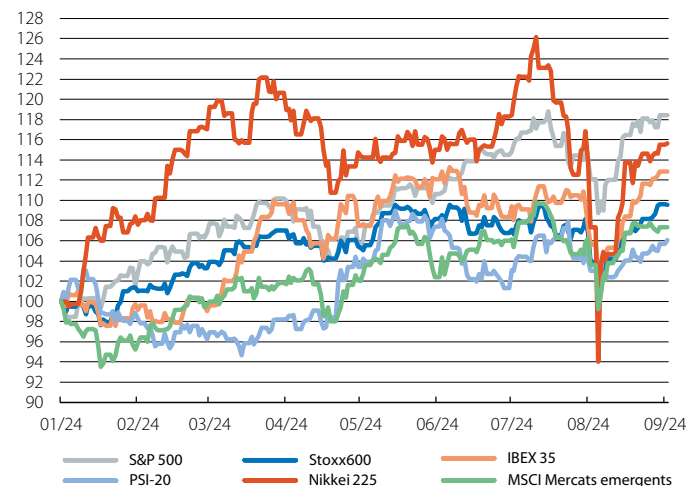
Índex (màxim diari)



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

Borses d'economies desenvolupades

Nivell (100 = 1 gener 2024)



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

s'han tranquil·litzat, però ho han fet amb menys intensitat. En el pic de la volatilitat, els mercats van penalitzar fortament la decisió de la Fed de mantenir els tipus d'interès en l'interval del 5,25%-5,50% a la reunió del juliol. Van començar a especular amb un descens abans de la reunió del setembre i van assignar una probabilitat de gairebé el 100% al fet que la Fed abaixaria els tipus 50 p. b., en lloc de 25 p. b., a la reunió del setembre. Aquesta probabilitat està ara tot just en el 35%. El que no ha canviat és l'expectativa que la Fed emprengui 100 p. b. de retallades al llarg de l'any, en relació amb els 50 p. b. descomptats prèviament a la dada d'ocupació. Rere aquesta expectativa hi ha el gir del focus de la Fed de la inflació als riscos del mercat laboral, ja que ha remarcat que qualsevol refredament addicional no seria benvingut. A més a més, Powell va emfatitzar que la Fed té un ampli espai per actuar davant qualsevol risc i va suggerir que podrien ser més agressius en el seu relaxament monetari. Així que, mentre que és gairebé segur que la Fed abaixarà tipus al setembre, tal com ho va assegurar Powell en declarar que «ha arribat el moment que la política monetària s'ajusti», la velocitat i la intensitat dels moviments posteriors seran definits per l'evolució del mercat laboral en els propers mesos. El reajustament d'expectatives als EUA es va saldar, durant l'agost, amb caigudes en les rendibilitats dels *treasuries*, fins als 35 p. b. en la referència a 2 anys, especialment sensible a la política monetària a curt termini.

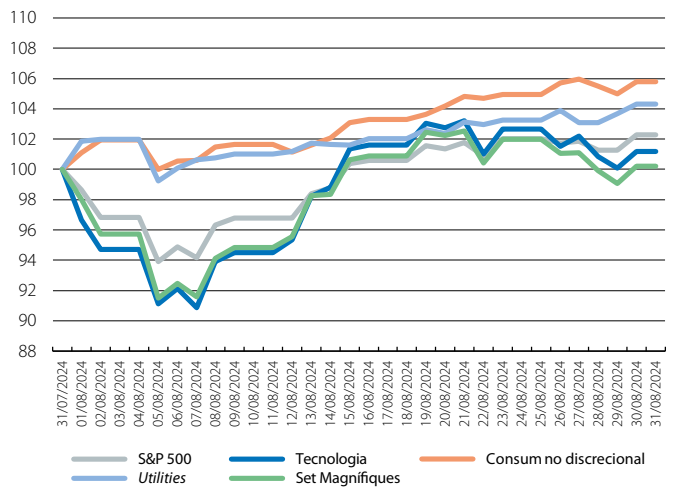
Sense canvis en el panorama del BCE, que aposta per la cautela. L'ajust d'expectatives per al BCE va ser molt menor, i, després d'una certa volatilitat inicial per l'efecte contagi dels moviments als EUA, es va tornar a confirmar l'aposta de dues baixades més de 25 p. b. cadascuna abans que acabi l'any. Des del BCE, s'ha argumentat que, en general, les dades recents permeten reduir encara més els tipus, sempre que el procés de desinflació mantingui el seu curs, i s'ha destacat positivament la desacceleració en el creixement salarial. Dit això, el BCE ha adoptat, en general, un to cautelós i ha apostat per un enfocament gradual en la formulació de la política monetària. En conseqüència, les rendibilitats sobiranes de la zona de l'euro van tancar el mes gairebé planes.

El dòlar perd força. Els mercats de divises han patit en gran part el reajustament d'expectatives de tipus d'interès als EUA. El dòlar es va afeblir el 2,30% en relació amb les principals divises i va arribar a tocar nivells d'1,12 dòlars/euro en relació amb l'euro, per tancar, finalment, en 1,10 dòlars/euro. Per la seva banda, el ien va oscil·lar en un rang de 154-144 iens/dòlar, per establir-se, finalment, al voltant dels 146 iens/dòlar, la qual cosa implica una apreciació del 5% des de l'anunci del BoJ.

Les primeres matèries es van mantenir al marge. Així, les seves cotitzacions van continuar responent, principalment, als fonamentals de cada mercat, i, fins i tot, la intensificació de les tensions geopolítiques al Pròxim Orient va ser insuficient per provocar un repunt significatiu dels preus del gas i del cru. Cap al final del mes, es van intensificar les pressions a la baixa sobre el preu del petroli, a causa dels dubtes creixents sobre la demanda als EUA i a la Xina, enmig de la continuada feblesa de l'activitat manufacturera i d'un augment de l'oferta mundial de cru. El preu del barril de Brent es va arribar a situar per damunt dels 73 dòlars, mínim des de l'inici d'enguany, i va desfer els guanys acumulats el 2024.

Sectors de l'S&P 500

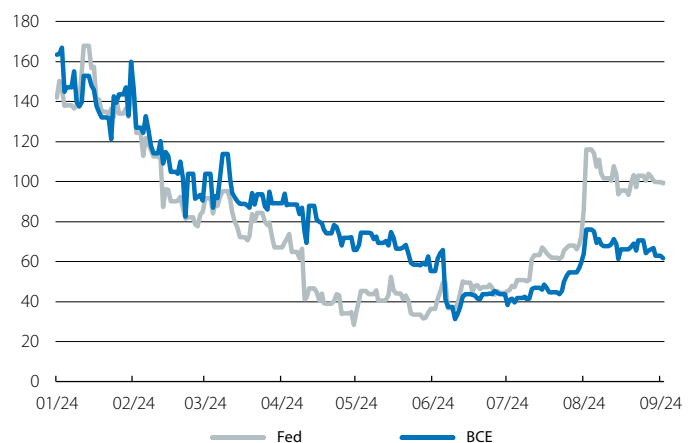
Nivell (100 = 31 juliol 2024)



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

Retallades de tipus d'interès esperades fins al desembre del 2024

(p. b.)

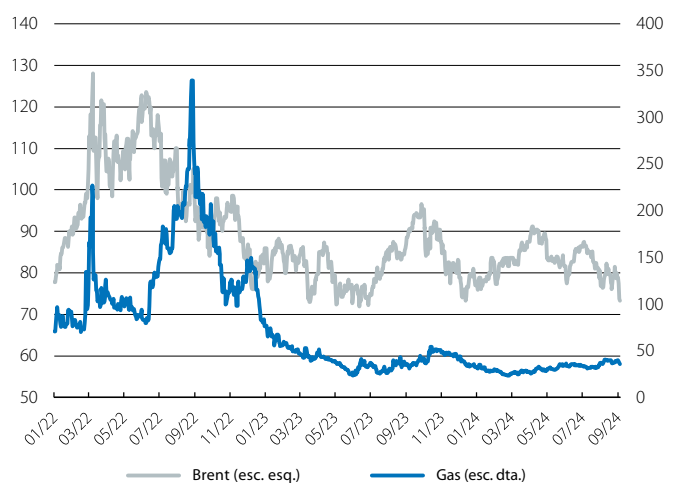


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preus del gas i del petroli

(Dòlar/barril)

(Euro/MWh)



Nota: Gas natural TTF i petroli Brent.

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

Tipus d'interès (%)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,25	4,25	0	-25,0	25,0
Euríbor 3 mesos	3,49	3,65	-16	-41,9	-10,7
Euríbor 12 mesos	3,09	3,39	-30	-42,5	-105,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,83	3,00	-18	-43,7	-79,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,39	2,53	-14	-1,3	-86,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,30	2,30	0	27,5	-13,8
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,13	3,12	2	14,0	-30,7
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,91	2,93	-1	25,5	-27,7
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 mesos	5,02	5,24	-22	-31,5	-25,2
Deute públic a 1 any	4,40	4,74	-34	-36,0	-99,4
Deute públic a 2 anys	3,92	4,26	-34	-33,3	-101,9
Deute públic a 10 anys	3,90	4,03	-13	2,4	4,9

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	52	55	-2	-6,2	-21,1
Itraxx Financer Sènior	60	62	-1	-6,7	-24,1
Itraxx Financer Subordinat	107	111	-4	-15,4	-50,7

Tipus de canvi

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,105	1,083	2,1	0,1	1,2
EUR/JPY (iens per euro)	161,490	162,360	-0,5	3,7	2,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,841	0,842	-0,1	-2,9	-2,1
USD/JPY (iens per dòlar)	146,170	149,980	-2,5	3,6	1,0

Primeres matèries

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	536,4	535,2	0,2	5,1	-3,0
Brent (\$/barril)	78,8	80,7	-2,4	2,3	5,6
Or (\$/unça)	2.503,4	2.447,6	2,3	21,3	30,3

Renda variable

	31-agost	31-juliol	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.648,4	5.522,3	2,3	18,4	26,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.958,0	4.872,9	1,7	9,7	12,7
Ibex 35 (Espanya)	11.401,9	11.065,0	3,0	12,9	18,2
PSI 20 (Portugal)	6.760,2	6.708,4	0,8	5,7	12,9
Nikkei 225 (Japó)	38.647,8	39.101,8	-1,2	15,5	14,5
MSCI emergents	1.099,9	1.084,8	1,4	7,4	9,4

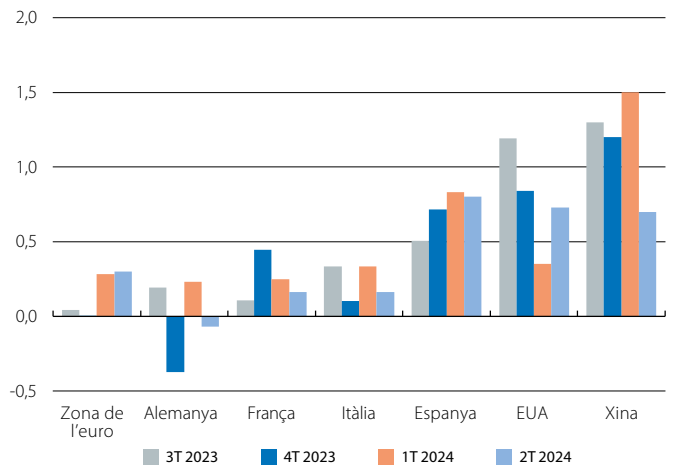
Amb una inflació relativament sota control a l'escenari internacional, ara l'atenció se centra en el creixement

L'economia global continua avançant a diferents velocitats en el 2T. Els EUA continuen fent gala d'una notable resiliència i van sorprendre en créixer el 0,7% intertrimestral (vs. el 0,4% en el 1T), la qual cosa comportarà automàticament una revisió a l'alça de la nostra previsió del creixement prevista per al 2024 (el 2,4% en l'actualitat). Mentrestant, el Regne Unit i el Japó creixen a ritmes força elevats (el 0,6% i el 0,8%, respectivament). La zona de l'euro, per la seva banda, situa el seu creixement intertrimestral en el 0,2%, després del 0,3% del 1T, però hi ha una disparitat substancial per països. Alemanya decep en recular el 0,1%, mentre que França i Itàlia van créixer lleugerament per damunt del que s'esperava (el 0,2% en els dos casos), al mateix temps que Espanya destaca de forma positiva en repetir el robust 0,8% del 1T. Finalment, la Xina va defraudar en créixer el 0,7%, mínim en dos anys. En el 3T, sembla poc probable que el creixement a les principals economies es pugui accelerar en relació amb el nivell assolit en el 2T.

El mercat de treball als EUA comença a donar signes de moderació. Les dades d'ocupació han estat un dels grans protagonistes en l'últim mes. Al juliol, la creació d'ocupació no agrícola va decebre en situar-se en només 89.000 llocs de treball (després de revisar-se a la baixa), amb una taxa d'atur que va repuntar 0,2 p. p., fins al 4,3%. El mercat va reaccionar de forma molt intensa (vegeu la [Conjuntura de Mercats](#)) a causa de l'aparent senyal de recessió que indicava l'augment de la taxa d'atur: la Regla de Sahm assenyala que, quan la taxa d'atur mitjana dels 3 últims mesos supera en 0,5 p. p. el mínim marcat en els 12 últims mesos, ens trobem a les portes d'una recessió. Creiem que aquesta hipòtesi és excessiva i, a més a més, tampoc es correspon amb el missatge que va enviar la creació d'ocupació a l'agost: 142.000 nous llocs de treball i una taxa d'atur que cedeix 0,1 p. p., fins al 4,2%. El que sí resulta evident és que, en els últims mesos, la creació d'ocupació s'està alentint (la creació mitjana per mes en el 1S superava els 200.000), comportament que reflecteix una normalització ordenada del mercat de treball coherent amb un cert alentiment de l'economia ja en la segona meitat de l'any, a causa de l'impacte de l'enduriment monetari, motiu pel qual creiem que la possibilitat que els EUA entrin en recessió a curt termini és molt reduïda.

Per la seva banda, els principals indicadors de clima empresarial i de confiança del consumidor apunten al fet que podríem veure un major refredament del sector industrial en el 3T. Els PMI del juliol (54,3) i de l'agost (54,1) se situen per damunt de la mitjana del 2T (53,5) i superen clarament el llindar dels 50 punts que apunta a un creixement positiu. Aquest bon comportament s'explicaria pel renovat dinamisme que s'observa als serveis (55,2 a l'agost), que compensa amb escreix el substancial deteriorament que s'està produint a la indústria (48,0). Les dades *hard* del juliol apunten en aquesta direcció: en taxes mensuals, les vendes al detall van créixer l'1,0% i el consum de les famílies, el 0,4%, mentre que la producció industrial va caure el 0,6% i les comandes de béns de capital, sense transport ni defensa (*proxy* de la inversió en capital fix), van recular el 0,1%.

Global: PIB Variació intertrimestral (%)

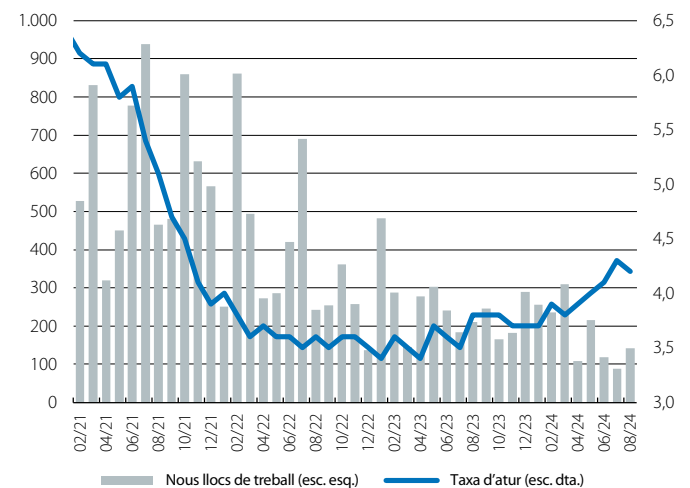


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del Bureau of Economic Analysis i de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.

EUA: mercat de treball

(Milers de persones)

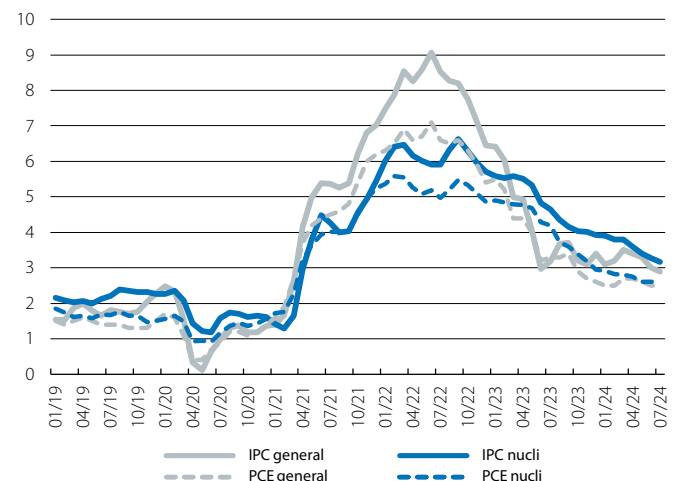
(%)



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

EUA: mesures de la inflació

Variació interanual (%)



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

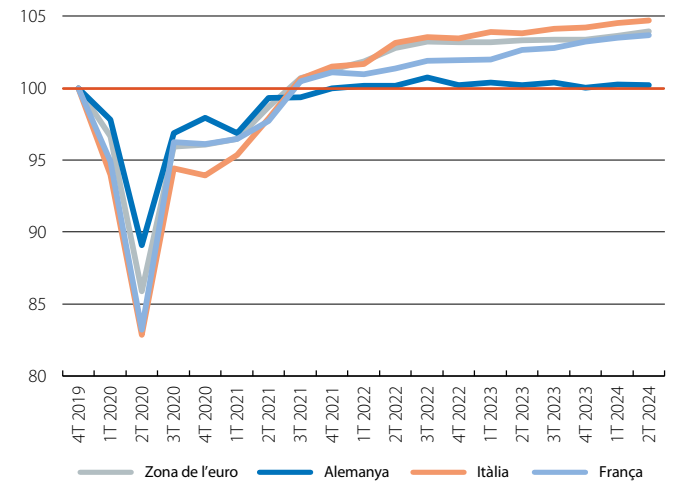
La inflació nord-americana manté el seu lent degoteig a la baixa. Al juliol, tant la inflació general com la subjacent van caure 0,1 p. p., fins al 2,9% i el 3,2%, respectivament, mentre que el deflactor del consum privat va mantenir el ritme d'avanç interanual sense canvis en el 2,5% el total i en el 2,6% el subjacent. Malgrat que els progressos en la convergència de la inflació cap al 2,0% s'han alentit en els últims mesos, les expectatives es troben força ancorades, la qual cosa explica el canvi en el discurs de la Fed (vegeu la Conjuntura de Mercats).

La feblesa d'Alemanya condiona el conjunt de la zona de l'euro. El PIB alemany va caure en el 2T (el -0,1% intertrimestral), i l'evolució seguida a l'estiu pels principals indicadors de clima industrial i de confiança redueix les possibilitats d'un repunt significatiu de l'activitat en el 3T. Segons el ZEW, a l'agost, el percentatge d'enquestats que no veu canvis en la situació puja gairebé fins al 50%; l'ifo va caure al juliol i a l'agost i es va situar en 86,6 (100 indica creixement pròxim a la mitjana), i els PMI van caure en els mesos d'estiu per sota del llindar de 50, que indica creixement positiu. Tot fa pensar que l'economia no serà capaç de remuntar a curt termini, la qual cosa aconsella una revisió a la baixa del ja modest 0,2% de creixement estimat per al 2024. Pel que fa a la resta de grans economies de l'àrea, destaca l'«efecte arrossegament» per a l'economia francesa de la celebració de les Olimpíades a París: els indicadors de clima i de confiança empresarial van assolir a l'agost nivells compatibles amb un creixement en el 3T superior al del 2T gràcies al sector serveis. En conseqüència, el PIB del conjunt de la zona de l'euro podria mantenir, en el 3T, el ritme de creixement anotat en el 2T, tot i que els riscos es concentren a la baixa.

La major inflació en serveis contraresta l'abaratiment de l'energia a la zona de l'euro. La inflació general va caure a l'agost 0,4 p. p., fins al 2,2%, mentre que la nucli va baixar 0,1 p. p., fins al 2,8%. A la notable caiguda en els preus de l'energia (el -3,0% vs. l'1,2%), se suma l'abaratiment dels béns (el 0,4% vs. el 0,7%), que evidencia que el procés desinflationista es comença a estendre a més components de la cistella. A més a més, la moderació en els salaris negociats (el 3,6% interanual en el 2T vs. el 4,7%) redueix el risc de tensions inflacionistes de segona ronda. No obstant això, la inflació als serveis continua força elevada i, a l'agost, fins i tot, va repuntar 0,2 p. p., fins al 4,2%, màxim des de l'octubre del 2023, tot i que cal tenir en compte l'impacte de les Olimpíades de París.

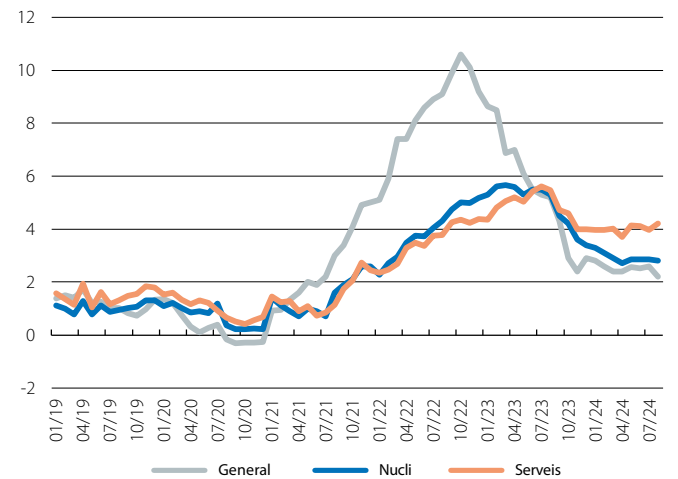
Perspectives modestes per a l'economia xinesa en el 3T. El sector residencial continua sent el major llast de l'economia xinesa: els preus de l'habitatge prolonguen el seu ajustament i, al juliol, van caure, en relació amb els seu màxim cíclic, el 7,6% en l'habitatge nou i gairebé el 14% en el de segona mà. A més a més, els habitatges iniciats han reculat més del 23% des de l'inici de l'any fins al juliol, i els habitatges acabats, gairebé el 22%. La inversió en actius fixos tampoc no aconsegueix remuntar i, en l'acumulat de l'any fins al juliol, frena el seu creixement fins al 3,6% (el 3,9% fins al juny). No sembla tampoc que el consum agafi impuls, i l'aparent recuperació de les vendes al detall al juliol (el 2,7% interanual vs. el 2,0%) respon a un efecte base, amb una desagregació per components que mostra que les llars estan retallant en tot el que no siguin béns essencials. La producció industrial també perd una mica de to al juliol (el 5,1% interanual vs. el 5,3% anterior), amb una desaceleració destacada de la producció de cotxes: el 4,4% interanual, en relació amb les taxes del 9,0% de mitjana del 1S, i lluny dels creixements de dos dígits dels anys previs. En suma, aquestes evidències de desacceleració justificarien un major estímul fiscal que assegurí el compliment de l'objectiu de creixement del 5,0% el 2024.

Zona de l'euro: PIB real
Índex (100 = 4T 2019)



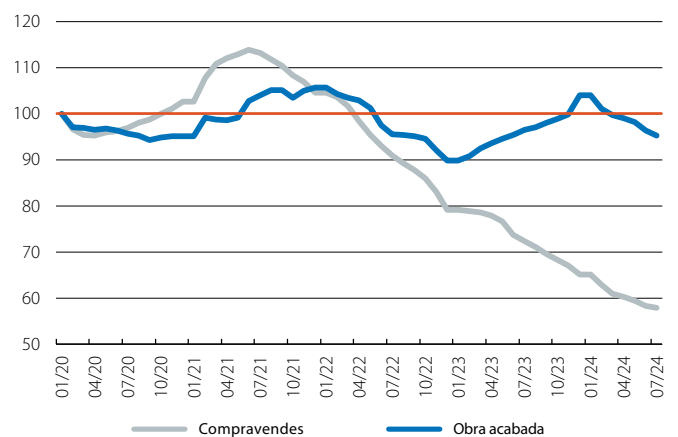
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: inflació
Variació interanual (%)



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

Xina: indicadors del sector residencial *
Índex (100 = gener 2020)



Nota: * Les dades fan referència a superfícies totals (en milions de m²) construïdes i venudes, i s'utilitzen mitjanes de 12 mesos (excloso els mesos de gener i de febrer de cada any).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.

Dèficit i deute en ascens: el futur de les finances públiques dels EUA

Anualment, la Congressional Budget Office (CBO) dels EUA publica un informe amb projeccions a 10 anys sobre els ingressos i les despeses públiques, els superàvits o els dèficits resultants i el deute públic necessari per finançar el Govern federal. Aquestes projeccions s'elaboren sota el supòsit que, durant la dècada vinent, tant els ingressos com les despeses continuaran les tendències marcades per les polítiques actuals i que la inflació i el creixement del PIB se situaran, de mitjana, en el 2,0% i en l'1,8%, respectivament. Com tots els exercicis d'aquest estil, les projeccions publicades per la CBO no pretenen donar una mesura exacta de la posició dels comptes públics en el futur (ningú pot predir un canvi de legislació o la irrupció d'un xoc econòmic), però sí que ofereixen una visió clara sobre la situació fiscal actual i sobre la seva possible evolució sota diferents supòsits.

Amb aquestes consideracions en ment, l'informe publicat al juny per la CBO mostra que, sense canvis substancials en les actuals polítiques fiscals, el deteriorament dels comptes públics durant la dècada vinent seria notable: el dèficit representaria el 7% del PIB el 2034, molt per damunt del 3,7% històric, i el deute públic mantindria una senda ascendent, fins a assolir nous màxims, i se situaria en el 122% del PIB.

Els interessos del deute i les despeses dels programes socials incrementaran la despesa pública total

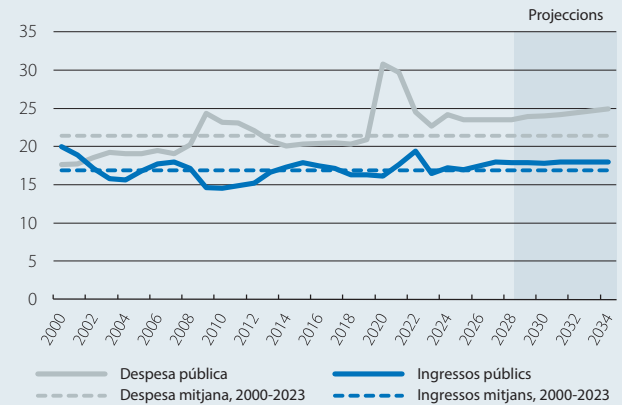
S'estima que, el 2024, la despesa pública ascendirà a 6,8 bilions de dòlars i que, de cara al 2034, assolirà els 10,3 bilions, el 24% i el 25% del PIB, respectivament, en relació amb la seva mitjana històrica del 21%. Aquest increment provindrà de les partides anomenades «obligatòries» (*mandatory*) i d'un augment de la despesa per interessos. Les despeses obligatòries, que inclouen compromisos com la Seguretat Social i la sanitat, es veuran impulsades, principalment, per l'envelliment de la població i per l'augment dels costos sanitaris.¹ De fet, per al 2034, s'estima que la despesa en sanitat, en proporció del PIB, serà el doble que la mitjana dels 50 últims anys. Els pagaments d'interessos també augmentaran, passaran del 2,4% del PIB el 2024 al 4,1% en 10 anys, màxim des del 1940, i arribaran a assolir la mateixa xifra que la despesa en Medicare,² a causa, principalment, de l'augment del deute (el tipus mitjà projectat del *treasury* a 10 anys és del 3,80%, prop de la mitjana dels 20 últims anys). D'altra banda, la despesa discrecional, que és l'aprovada anualment pel

1. La CBO estima que el nombre de beneficiaris de la Seguretat Social creix més ràpid que la població total i que el cost de l'atenció mèdica per beneficiari creix més ràpid que el PIB *per capita*.

2. Medicare és el programa de sanitat per a més grans de 65 anys i per a persones amb determinades discapacitats.

EUA: projeccions de la CBO de despesa i d'ingressos públics

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO i de la Secretaria del Tresor dels EUA.

Congrés, i que inclou partides com defensa, transport i educació, es reduiria al llarg de la dècada vinent fins a marcar un mínim històric del 5,5% del PIB el 2034 (el 6,3% el 2024).

Els ingressos augmentaran si no s'amplien les reduccions d'impostos

S'estima que els ingressos del Govern se situaran en els 4,9 bilions de dòlars, el 17% del PIB, el 2024 i que augmentaran de forma gradual fins als 7,5 bilions, el 18% del PIB, el 2034, una mica per damunt de la mitjana del 17% sobre el PIB dels 20 últims anys, després del venciment, al final del 2025, de les retallades d'impostos promulgades el 2017 sota la presidència de Trump.³ Així, els ingressos per impostos de societats, per IRPF i per cotitzacions a la Seguretat Social, que aporten més de tres quarts de tots els recursos del Govern federal, passaran del 15,5% al 16,7% del PIB. La resta dels ingressos es mantindran força estables en termes de PIB en els propers anys.

El dèficit i el deute públic assoliran màxims històrics

Segons les projeccions de la CBO, el dèficit fiscal del 2024 serà d'1,9 bilions de dòlars, és a dir, el 7% del PIB, i el 2034 ascendirà als 2,8 bilions de dòlars, el 6,9% del PIB. Això implica que, al final del període projectat, el dèficit, en termes de PIB, serà encara el doble que la mitjana registrada durant els cinc anys anteriors a la pandèmia. A més a més, serà la primera vegada des del 1930 que el dèficit superarà el 5,5% del PIB durant més de cinc anys consecutius. El dèficit primari, que exclou els pagaments d'interessos del deute, disminuirà del 3,9% del PIB al 2,8%, per

3. El *Tax Cuts and Jobs Acts* va retallar l'impost de societats del 35% al 21% i va reduir les taxes màximes de cada tram impositiu de l'IRPF.

sota, fins i tot, de la mitjana del 4,1% de l'última dècada, però això serà insuficient per compensar l'augment ja esmentat de la despesa per interessos. En conseqüència, aquests dèficits més elevats es finançaran amb una major emissió de deute públic, que passaria dels 28,2 bilions de dòlars (el 99% del PIB) als 50,6 bilions de dòlars (el 122% del PIB) el 2024.

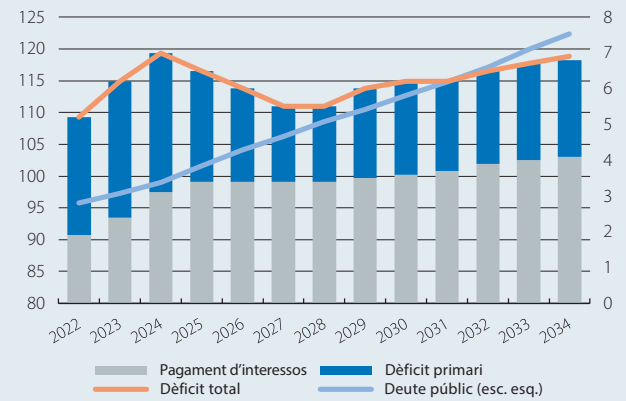
Què pot canviar?

Més enllà dels possibles xocs econòmics inesperats que podrien alterar de manera significativa les previsions de creixement, d'inflació i de tipus d'interès en l'escenari base de la CBO, el principal determinant de la futura evolució dels comptes públics serà la política fiscal que apliqui l'Administració resultant de les pròximes eleccions. No obstant això, les propostes econòmiques conegudes fins ara dels dos candidats apunten més aviat a agreujar el ja deteriorat panorama fiscal: des de l'expansió de la despesa per a programes socials fins a noves baixades d'impostos de societats i de l'IRPF. *A priori*, no sembla que cap dels dos grans partits polítics pretengui adoptar polítiques destinades a reduir el dèficit públic, la qual cosa, però, pot respondre a una estratègia electoral.

Però una cosa és prometre en campanya i una altra la realitat. De fet, tant la Reserva Federal com diverses institucions han emès advertiments sobre el camí que recorre el deute, que consideren insostenible. Fins i tot l'agència de *rating* Moody's va rebaixar la perspectiva del deute nord-americà d'estable a negativa al novembre. Ara com ara, els mercats financers no s'han mostrat gaire preocupats per la sostenibilitat fiscal nord-americana, però la història (com l'«efecte Truss» al Regne Unit) ens alerta que la sensibilitat dels «bond vigilants» pot despertar de manera sobtada arran d'un empitjorament de l'escenari fiscal. I la falta de claredat en els plans fiscals no deixa de ser un risc per als mercats financers.

Isabela Lara White

EUA: projeccions de dèficit i de deute de la CBO
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la CBO.

La desconexió entre els EUA i la Xina accentua la fragmentació de l'economia mundial

Sembla que les dades dels últims trimestres confirmen la hipòtesi que la globalització està mutant en relació amb les tres dècades anteriors. Aquestes dades mostren una evidència creixent de dos grans fenòmens: l'alentiment del comerç de béns però no de serveis i la fragmentació creixent del comerç i de la producció mundials. L'epicentre d'aquests fenòmens es troba en una Xina cada vegada més rellevant en la producció manufacturera global, que produeix béns més sofisticats (la qual cosa afavoreix la desconexió d'altres economies en un moment geopolític complex) i que s'està desconnectant dels EUA cada vegada per més canals.

D'una globalització de béns... a una altra de serveis?

El comerç mundial de béns va prolongar el 2023 l'alentiment gradual que va començar la dècada passada amb la transició a la Xina cap a un major pes del consum intern. La dada del 2023 s'explica, principalment, per la contracció del comerç a Europa, llstatat encara per uns preus elevats de l'energia. Aquesta desacceleració, però, no es va observar al comerç de serveis, que va continuar creixent a taxes elevades (les exportacions mundials de serveis en termes corrents van créixer el 8,4% el 2023, en relació amb un creixement mitjà anual del 4,6% entre el 2012 i el 2019), tot i que encara representa un percentatge del comerç global molt inferior: al voltant del 7,5% del PIB mundial, en relació amb un comerç de manufactures que representa més del 15%, malgrat que la diferència s'ha reduït (el 2008 representaven el 6,3% i el 16,4% del PIB mundial, respectivament).

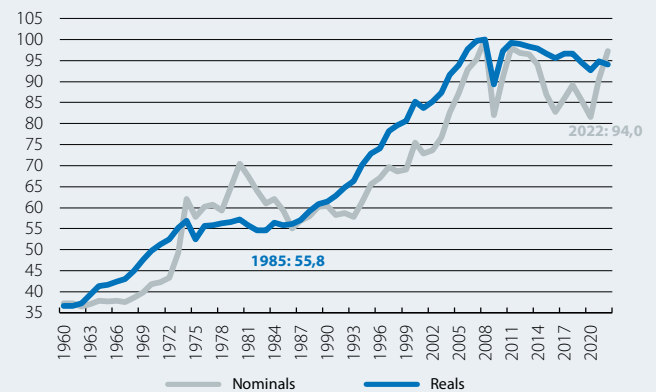
D'altra banda, la fortalesa del dòlar i, en general, l'enduriment de les condicions financeres en el conjunt de l'any 2023 també van ser un llstatat addicional per al creixement del comerç de béns, ja que tendeixen a dificultar el finançament dels processos productius i d'exportació complexos, com ja hem explicat en una primera revisió de l'estat de la globalització.¹

En aquest sentit, si, en els propers trimestres, es materialitzen les retallades de tipus de la Fed i d'altres bancs centrals que esperem, les condicions financeres globals tendrien a relaxar-se i el dòlar hauria de prolongar la seva depreciació de les últimes setmanes, la qual cosa afavoriria una millora del comerç mundial de béns tant el 2024 com el 2025 (l'OMC espera que el comerç de béns creixi en aquests anys el 2,6% i el 3,3% anual, respectivament). Les dades de volum d'exportacions mundials del 1T i les dades de comerç de països asiàtics fins a l'estiu ja mostren una certa millora des de l'inici d'enguany.

1. Vegeu el Focus «*Quo vadis, globalització? (part I): el llarg alentiment*», a l'IM10/2023.

Evolució de la ràtio d'exportacions de béns/PIB mundial

Índex (100 = 2008)

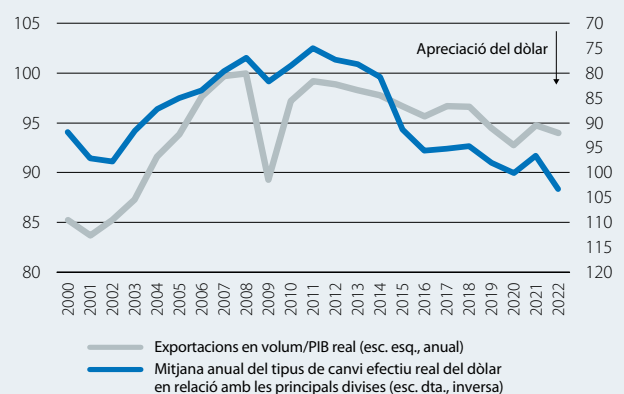


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC i del Banc Mundial.

Exportacions mundials de béns/PIB i evolució del dòlar

Índex (100 = 2008)

Índex, invers



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC, del Banc Mundial i de Bloomberg.

L'economia mundial mostra signes de fragmentació a tots els sectors i en totes les mètriques

A més de l'alentiment del comerç de béns, també hi ha evidència d'una major fragmentació del comerç i de les cadenes de valor globals (CVG). Diversos estudis han constatat el menor comerç entre blocs geopolítics després de la guerra a Ucraïna, amb el comerç intrablocs creixent més ràpidament que el comerç interblocs.² De manera similar, la desconexió entre la Xina i els EUA també prossegueix el seu curs, i el comerç de béns i de serveis entre els dos països entre 2018 i el que portem del 2024 va créixer 25 p. p. menys que el comerç dels EUA amb la resta del món (amb Mèxic com a principal beneficiari).

2. Vegeu Blanga-Gubbay, M. i Rubínová, S. (2023), «Is the global economy fragmenting?», WTO Staff Working Papers ERSD-2023-10, World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division.

Aquests indicis de fragmentació no es presenten només per al comerç de béns. Preferentment, els EUA estan important els serveis amb més valor afegit de països pròxims i alineats políticament. Les seves importacions de serveis TIC (que engloben des d'activitats informàtiques fins a serveis financers) des d'altres països desenvolupats, com la zona de l'euro i el Canadà, no han deixat de créixer des del 2018, en detriment dels asiàtics, principalment de l'Índia.

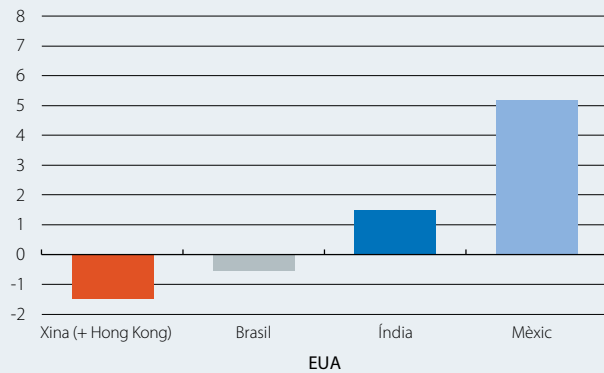
Els fluxos d'inversió estrangera directa (IED) també s'estan veient afectats per la fragmentació, en un procés de reorientació cap a països més pròxims en una tendència que està augmentant en els últims anys i que és particularment intensa en sectors sensibles per a la transició digital i ecològica.³ Aquesta tendència és evident en els fluxos dels EUA cap a la Xina (i viceversa), tot i que les empreses de la zona de l'euro fins i tot han augmentat la seva inversió a la Xina en els últims anys. També pel que fa a la IED, el principal beneficiari de la desconexió entre la Xina i els EUA és Mèxic, molt afavorit pels subsidis de l'IRA nord-americana.

La gran dimensió de la Xina distorsiona la imatge global

Una excepció que cal tenir en compte en analitzar les tendències mundials és que la gran dimensió de les economies de la Xina i dels EUA pot distorsionar la imatge global, la qual cosa fa que calgui ser cautelós a l'hora de treure conclusions sobre la globalització. En particular, en el cas xinès i de les CVG, atès el paper tan preponderant del país en la producció manufacturera mundial: el 2020 (últim any amb dades disponibles), la Xina va produir el 35,4% de les manufactures mundials, una xifra equivalent a la producció total dels següents nou països més rellevants: els EUA, el Japó, Alemanya, l'Índia, Corea del Sud, Itàlia, França, Taiwan i el Brasil.

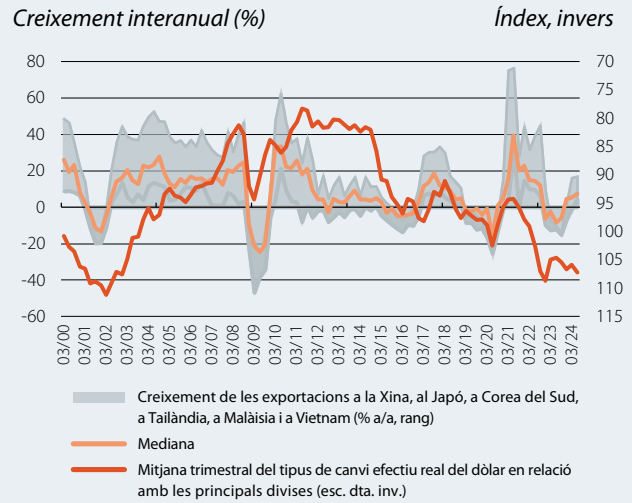
Augment de la IED dels EUA i de la zona de l'euro post COVID

(Milers de milions de dòlars)



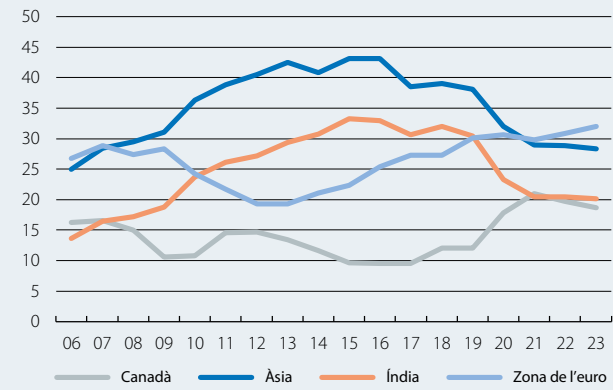
Nota: Diferència entre la mitjana postCOVID (2T 2021-1T 2024) i la preCOVID (2009-2019) de la suma mòbil de 4 trimestres dels fluxos d'IED.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis i del BCE.

Creixement de les exportacions de les principals economies asiàtiques i evolució del dòlar



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

Importacions TIC dels EUA per país d'origen
 (% en relació amb el total d'importacions TIC)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

3. Vegeu FMI, Research Dept. (2023), «Chapter 4: Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment», World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery.

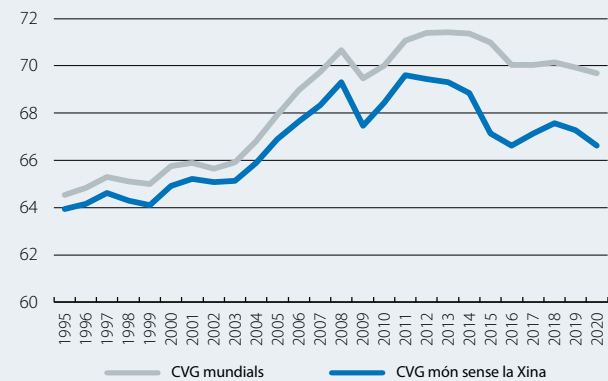
Si tenim en compte la imatge global de la situació de les CVG, haurien ja assolit el topall del seu desenvolupament, però no oferirien una lectura gaire negativa de la fragmentació de l'economia mundial. No obstant això, les cadenes de valor xineses mantenen una complexitat elevada i són cada vegada més domèstiques, és a dir, el país s'ha sofisticat i ha girat cap al seu mercat intern. D'altra banda, les de la resta del món s'estan escurçant, tot i que sense tornar-se més domèstiques, sinó, segurament, i d'acord amb el ja exposat, regionalitzant-se.

La sofisticació de l'economia xinesa s'observa, per exemple, en el seu lideratge en la fabricació de cotxes elèctrics. El 2023, la Xina va ser el major exportador mundial de cotxes elèctrics, la qual cosa, unida a un gran creixement en la fabricació i en l'exportació de cotxes amb motor de combustió interna, va fer que el país fos el principal exportador d'automòbils del món el 2023.⁴ El context actual de realineament geopolític d'Occident fa que aquests béns siguin vulnerables a les traves comercials, la qual cosa podria aprofundir la fragmentació de l'economia mundial en els pròxims trimestres.

En definitiva, la fragmentació de l'economia mundial és cada vegada més evident, tot i que amb un epicentre clar a la Xina i en la seva relació amb els EUA. Unes condicions financeres més laxes i un dòlar una mica més feble en els propers trimestres haurien d'afavorir el comerç mundial de béns, tot i que, si la UE es desconnecta de la Xina de manera similar a la dels EUA, això podria ser una estocada addicional a la globalització tal com l'hem conegut fins a la dècada passada.

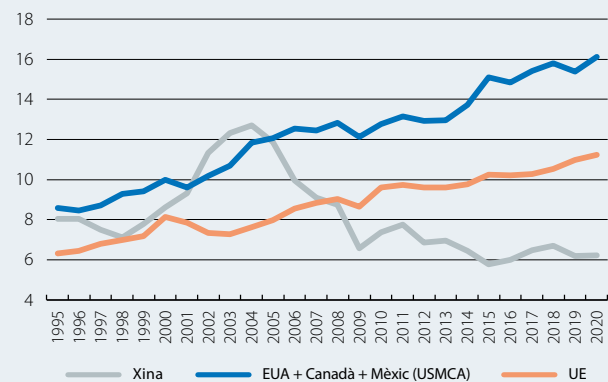
David del Val

Profunditat de les cadenes de valor globals (CVG)
 (% de la producció de béns manufacturats intermedis en relació amb la producció total de béns manufacturats)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (TIVA).

Localització de les cadenes de valor globals (CVG)
 (% de la importació de béns intermedis en relació amb la seva producció)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (TIVA).

4. Vegeu Ng Shing, E. i Santana, R. (2024), [Data Blog - Trade data reveal changing patterns in electric vehicles market](#), WTO Blog.

Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

ESTATS UNITS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Activitat									
PIB real	1,9	2,5	2,9	3,1	2,9	3,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,6	3,4	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	97,8	101,9	103,3
Producció industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,2	1,1	–0,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	48,5	46,8	47,2
Habitatges iniciats (milers)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.329	1.238	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	316	321	325	329	330	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,2
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	3,0	2,9	...
Inflació nucli	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,3	3,2	...

JAPÓ

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Activitat									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–0,8	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,4	36,7	36,7
Producció industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–4,8	–0,7	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preus									
Inflació general	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,9	2,7	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	2,1	1,9	...

XINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Activitat									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Vendes al detall	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,0	2,7	...
Producció industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,3	5,1	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,5	49,4	49,1
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	901	865	841	...	868	872	...
Exportacions	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	...	7,9	6,7	...
Importacions	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	...	–2,4	7,2	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,2	0,5	...
Tipus d'interès de referència ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	...	3,5	3,4	3,4
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	...	7,3	7,3	7,2

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,2	-2,0	-2,3	-0,7	-0,2	0,3	-0,3	...	...
Producció industrial (variació interanual)	2,3	-2,2	-4,8	-3,8	-4,7	-3,4	-3,9	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-14,0	-13,0	-13,5
Sentiment econòmic	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,0	96,6
PMI manufactures	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,8
PMI serveis	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	52,8	51,9	53,3
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	...
França (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Itàlia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,9	6,5	...
PIB real (variació interanual)	3,5	0,5	0,1	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	1,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-	-	-
França (variació interanual)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	4,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,9	-	-	-

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,2
Nucli	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Saldo corrent	-0,4	1,9	1,5	1,9	2,6	3,1	3,1	...	...
Alemanya	4,2	6,2	5,9	6,2	6,5	6,8	6,8	...	...
França	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,1	...	...
Itàlia	-1,6	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,6	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,0	95,5	95,7

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,7	0,6	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,5	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,0	5,1	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-4,0	-3,6	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	12,8	11,4	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	20,4	19,8	20,1	19,7	18,7	21,0	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

Notes: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.

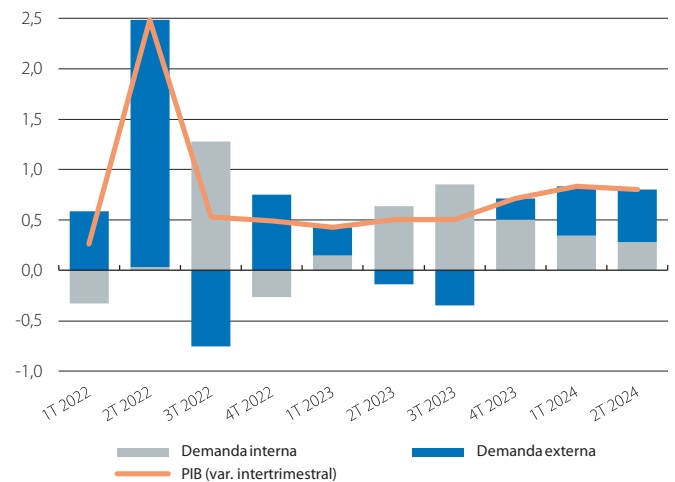
Espanya: perspectives de creixement sòlides, tot i que més moderades que les del 1S

L'economia espanyola va sorprendre l'alça en la primera meitat de l'any, però s'espera una certa moderació en la segona meitat. El PIB va créixer a una taxa del 0,8% intertrimestral tant en el 1T com en el 2T de l'any. Aquesta fortalesa és deguda, principalment, al bon comportament del sector exterior, derivat del dinamisme del sector turístic en el 1T, i al bon funcionament de les vendes exteriors de béns en relació amb una tònica de moderació de les importacions en el 2T. De cara als propers trimestres, el sector exterior podria anar cedint protagonisme a la demanda interna arran de la normalització del ritme de creixement del sector turístic i de la feblesa que mostren els nostres principals socis comercials de la zona de l'euro. Al seu torn, la demanda interna hauria d'anar agafant més força, a mesura que prossegueixi la recuperació del poder adquisitiu i que es vagi reduint la incertesa sobre les perspectives de la política monetària. Així i tot, no s'espera que la major fortalesa de la demanda interna pugui compensar plenament la desacceleració del sector exterior.

El creixement del PIB d'Espanya del 2T 2024 sorprèn l'alça. El PIB va créixer el 0,8% intertrimestral en el 2T, per damunt del creixement mitjà de la zona de l'euro (el 0,3% intertrimestral) i per damunt de les nostres expectatives, que anticipaven un avanç del 0,5%. En termes interanuals, la taxa es va accelerar fins al 2,9%, des del 2,6% del trimestre anterior. El sector exterior es manté com el principal motor de creixement, amb una aportació de 0,5 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, i la demanda interna també creix, tot i que ho fa a un ritme més modest, i aporta 0,3 p. p. al creixement del PIB. 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. Per la seva banda, les exportacions van créixer l'1,2% intertrimestral, gràcies a les exportacions de béns, mentre que les importacions van recular el 0,2%.

Els primers indicadors d'activitat disponibles per al 3T mostren un to més contingut. L'índex PMI per al sector manufacturer s'ha anat desaccelerant al llarg del juliol i de l'agost i, en la seva última lectura, marca 50,5 punts, per sota dels 52,3 punts del juny. Per la seva banda, després de patir una ensopegada al juliol, el PMI per al sector serveis ha repuntat a l'agost i s'ha situat en els 54,6 punts (56,8 punts al juny). Atès que es mantenen per damunt del llindar que marca creixement en el sector, que se situa en els 50 punts, les dues lectures apunten a un creixement de l'activitat als respectius sectors, tot i que a ritmes més moderats que els del trimestre anterior. Pel costat del consum, la confiança del consumidor va recular a l'agost i va marcar -15,2 punts, en relació amb els -13,7 punts del juliol. En

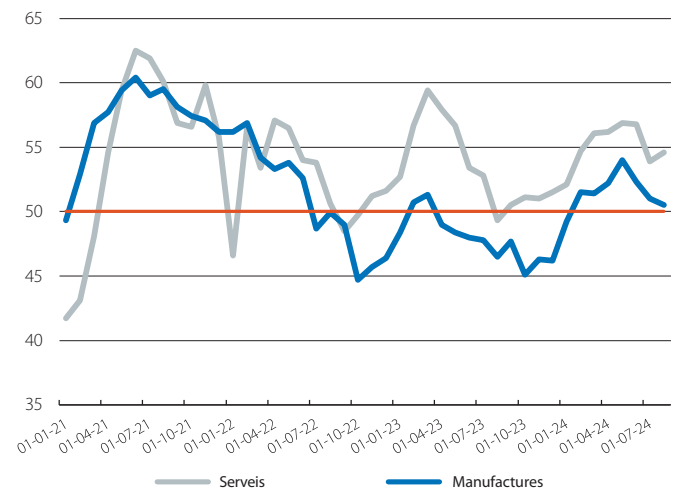
Espanya: contribució al creixement del PIB P. p. i variació intertrimestral (%)



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

Espanya: PMI

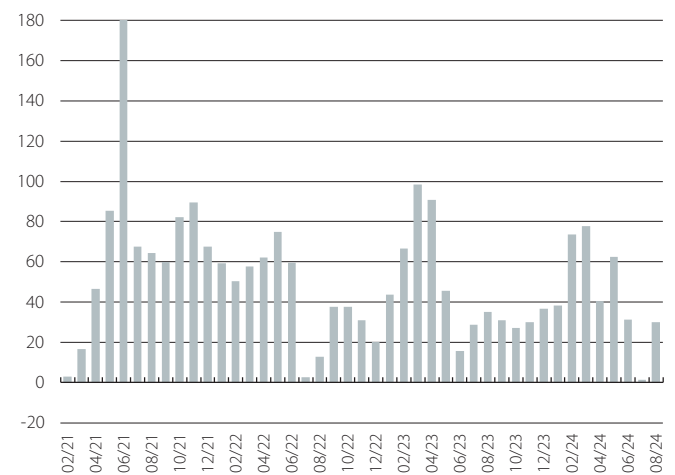
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

Variació intermensual (milers) *



Nota: * Dades desestacionalitzades.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

canvi, l'índex de comerç al detall va avançar el 0,5% intermensual al juliol i va dur la taxa interanual fins a l'1,0%, en relació amb el 0,4% del mes anterior.

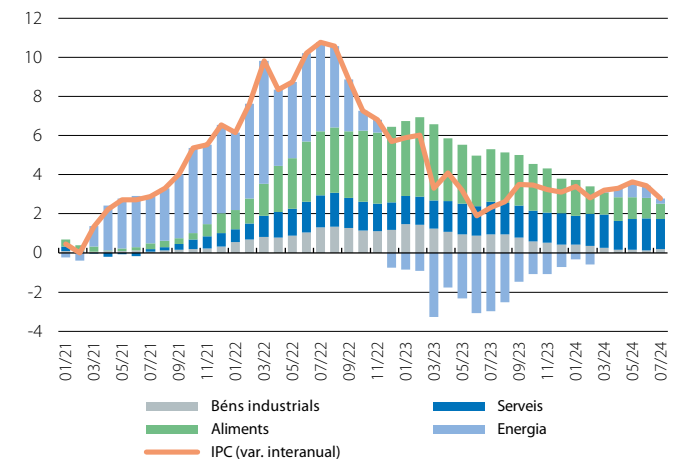
El mercat laboral també avança amb més moderació. Com és habitual en un mes d'agost, l'afiliació a la Seguretat Social va caure. Aquest mes ho va fer en 193.704 treballadors en relació amb el mes anterior, el -0,91%. Aquest descens és habitual en els mesos d'agost: l'any passat, va recular el 0,89% en taxa mensual i el 0,88% en la mitjana dels mesos d'agost del període 2014-2019. La xifra total d'afiliats se situa en 21.189.402, la qual cosa representa 482.902 persones més que un any enrere i una taxa interanual del 2,3% (el 2,4% al juliol). Corregint l'estacionalitat, l'ocupació anota a l'agost una pujada de 30.189 afiliats després d'haver-se mantingut gairebé plana al juliol (+1.335). Des de l'inici del 3T, el creixement intertrimestral dels afiliats s'ha desaccelerat fins al 0,3%, des del 0,8% del 2T.

La inflació general s'acosta al 2% a l'agost. Segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE, la inflació general va caure 6 dècimes a l'agost, fins a situar-se en el 2,2%, a causa del descens dels preus dels carburants i, en menor mesura, dels aliments sense elaborar. Sense el desglossament per categories, la caiguda dels preus dels aliments anticipada per l'INE podria ser un alleujament per a la partida amb la inflació més elevada d'enguany (el 4,7% de mitjana). D'altra banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va situar en el 2,7% (0,1 p. p. menys que al juliol). La dada d'aquest mes representa un pas més cap a la normalització de la inflació. No obstant això, l'augment del preu de l'electricitat esperat pels mercats de futurs podria frenar aquesta tendència de correcció al final de l'any.

Malgrat la caiguda de les exportacions, el dèficit comercial 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 (el -7,3%), el dèficit es va reduir fins als 713 milions d'euros (-2.355 milions al juny del 2023). Per components, el dèficit de la balança energètica es va situar en els 2.158 milions, xifra inferior als 2.454 milions del juny del 2023, i el saldo no energètic va presentar un superàvit de 1.445 milions d'euros, en relació amb els 99 milions d'un any enrere. Amb aquesta dada, el 1S 2024 es va tancar amb un dèficit de 15.822 milions, xifra que millora lleugerament la del 1S 2023 (-16.420 milions), però que supera la mitjana del 2014-2019 (-11.938 milions).

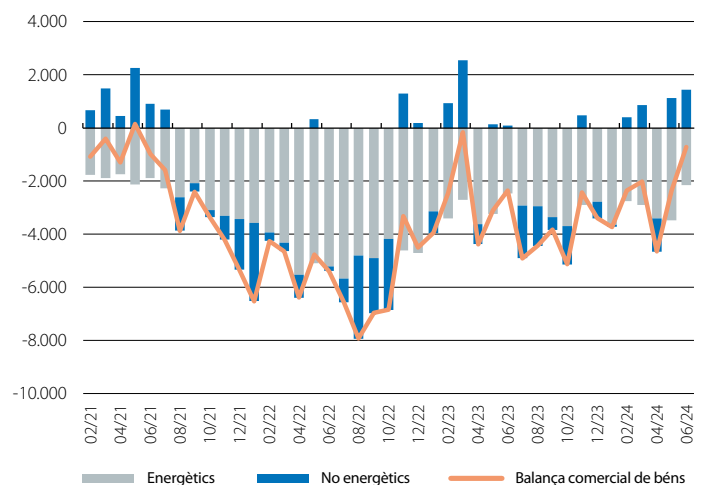
Les compravendes d'habitatge mantenen una senda de moderació. Al juny, les transaccions d'habitatges van disminuir el 6,1% en taxa interanual. Per tipus d'habitatge, el tímid avanç del 0,9% interanual de les compravendes d'habitatge nou no va poder compensar la reculada del 7,8% interanual de les de segona mà. Malgrat la reculada, les compravendes d'habitatge es mantenen en una cota elevada: en l'acumulat de 12 mesos, s'han realitzat prop de 570.000 transaccions, el 12,8% més que les que es van produir el 2019.

Espanya: contribució a la inflació per components
P. p. i variació interanual (%)



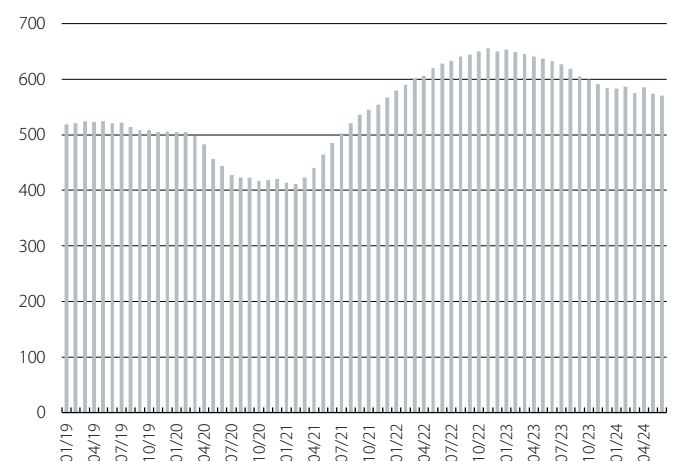
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: saldo comercial de béns
Dades mensuals (milions d'euros)



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

Espanya: compravendes d'habitatge
(Milers) *



Nota: * Acumulat de 12 mesos.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Els factors que han impulsat l'estalvi de les llars espanyoles

El 2023, el creixement de la renda bruta disponible de les llars (RBD) en termes nominals va ser d'un impressionant 11% interanual. En canvi, la despesa de les famílies en termes nominals va ser menys puixant, amb un avanç del 6,1%. Arran d'això, la taxa d'estalvi va assolir l'11,7% de la renda disponible al final del 2023, notablement per damunt de la mitjana històrica del 6,7% del període 2014-2019. S'han donat diverses explicacions perquè el consum hagi tingut una evolució més modesta que les rendes. En aquest article, comencem descrivint el comportament en el 1T 2024 i, tot seguit, donem algunes claus que poden ajudar a entendre què està passant.

Les dades del 1T 2024 confirmen que la bretxa entre renda disponible i consum ha continuat, i això ha donat un nou impuls a la taxa d'estalvi. En concret, la renda disponible nominal va créixer el 8,0% interanual,¹ un registre molt dinàmic malgrat la seva suavització en relació amb el 2023, mentre que la despesa en consum final de les famílies va avançar el 5,3% interanual. Arran d'aquestes dades, la taxa d'estalvi de les llars sumant els quatre últims trimestres va pujar fins al 12,2% de la renda, 5 dècimes més que al final del 2023. Aquest augment de l'estalvi també s'observa si ens centrem en la dada estanca del 1T: l'estalvi brut va ser de 14.000 milions d'euros, el doble que en el 1T 2023. La dada és destacable, perquè el 1T de l'any sol presentar un estalvi baix, ja que, juntament amb el 4T, és tradicionalment el de més consum. De fet, l'estalvi brut va ser negatiu en tots els primers trimestres entre el 2005 i el 2019.

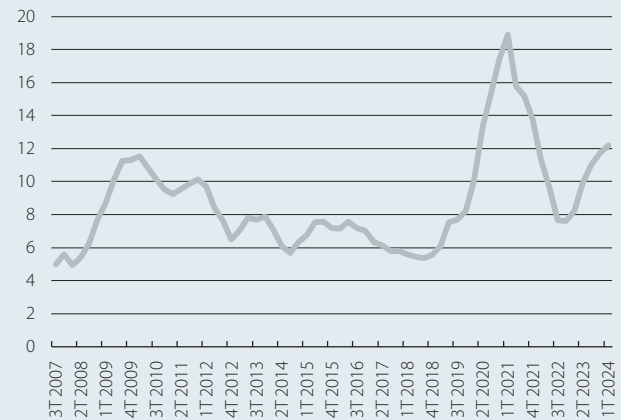
Què està impulsant la renda disponible?

L'avanç de la renda disponible nominal del 8,0% s'explica, en bona part, pel bon moment del mercat laboral. En particular, en el 1T, la remuneració dels assalariats va avançar el 8,3% interanual, que es va desglossar en un augment dels ocupats a temps complet del 3,8% interanual i en un increment de la remuneració per assalariat del 4,5%. També destaca el bon funcionament de les rendes netes de la propietat, gràcies a l'augment de les rendes distribuïdes per les societats, que ha contrarestat amb escriure la pujada de tipus, amb un augment interanual del 54,7% i de l'excedent brut d'explotació, que comprèn els ingressos dels autònoms i els lloguers imputats (el +5,8%). Malgrat aquestes magnífiques dades, és cert que el creixement de la renda disponible s'ha moderat de forma gradual en l'últim any: en el 1S 2023, va créixer l'11,7% interanual; en el 2S, el 10,3% interanual, i, en el 1T 2024, l'esmentat 8,0%. La raó principal d'aquesta suavització és l'augment dels pagaments al sector públic: fa un any, els impostos directes i les cotitzacions

1. Totes les dades de l'article són sense desestacionalitzar, llevat del quart gràfic, que mostra dades desestacionalitzades.

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% de la renda bruta disponible)

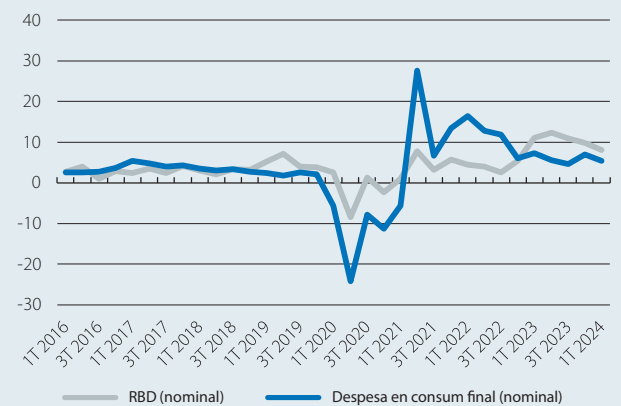


Nota: Acumulat de quatre trimestres.

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

Espanya: renda bruta disponible i consum nominal de les llars

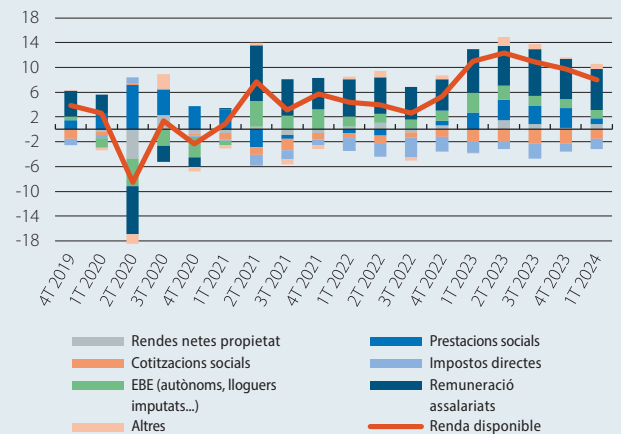
Variació interanual (%)



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

Espanya: renda disponible nominal de les llars, desglossament per components

Variació anual (%) i contribucions



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

netes de prestacions socials representaven 1,2 p. p. de la renda disponible i, ara, representen 2,2 p. p.

Cal tenir en compte que una de les raons de l'augment de la renda disponible nominal, una variable que es construeix a nivell agregat, és l'augment de la població generat pels fluxos migratoris. En concret, en l'últim any fins al 1T 2024, la població ha augmentat en 492.560 persones, gràcies a un augment de la població nascuda a l'estranger de 558.652 persones.² Aquest augment de la població s'ha traslladat a la creació de llars, que han crescut al voltant de l'1% interanual en el 1T 2024.³ En aquest sentit, és interessant comprovar si el dinamisme de la renda disponible nominal també s'observa en la renda disponible per llar, atès l'augment en la creació de llars. Observem que, efectivament, aquesta variable ha augmentat el 6,6% interanual en el 1T 2024, només una mica per sota del creixement de la renda agregada. Finalment, quan mirem la renda disponible real per llar, per tenir en compte l'evolució de la capacitat de compra d'aquesta renda davant l'augment dels preus, observem que ha augmentat de forma gens menyspreable, el 3,4% interanual. En altres paraules, les llars espanyoles estan recuperant el poder adquisitiu, un element que, tard o d'hora, s'haurà de reflectir en el consum. En comparació amb el període pre-pandèmia, tant la renda disponible nominal per llar com la renda disponible real per llar es troben ja clarament per damunt (vegeu el quart gràfic).

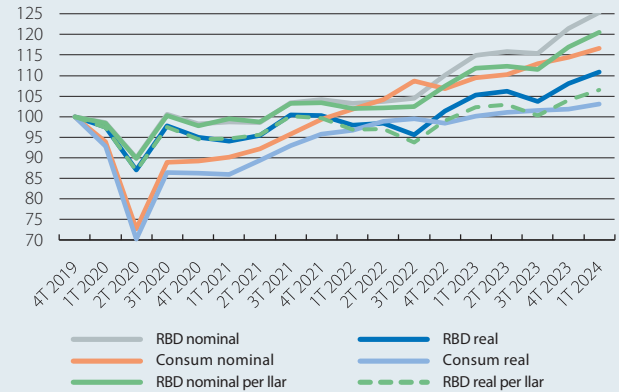
Les destinacions de l'estalvi

A nivell agregat, durant els últims trimestres, les llars han incrementat de manera considerable el seu estalvi, sobretot en resposta a un entorn de tipus d'interès relativament alts. Així, per trampejar la pujada de tipus, s'ha produït un augment en l'adquisició d'actius financers i una reducció del deute. L'adquisició neta d'actius financers per part de les llars va ser de +55.000 milions d'euros en termes acumulats de quatre trimestres fins al 1T 2024, en relació amb els 13.456 milions de la mitjana dels 1T 2015-2019.⁴ En concret, van adquirir, en termes nets, dipòsits i efectiu per 12.385 milions (5.144 milions en la mitjana dels 1T 2015-2019), fons d'inversió per 23.000 milions (20.340 milions d'euros en els 1T 2015-2019), valors representatius de deute per 14.923 milions (-10.369 milions d'euros en els 1T 2015-2019), i assegurances i plans de pensions per 4.770 milions d'euros (5.466 milions d'euros en els 1T 2015-2019). De cara als propers trimestres, cal esperar que la renda de les llars continuï creixent de manera dinàmica i que es vagi recuperant el poder adquisitiu. Això, combinat amb el descens dels tipus d'interès, hauria d'afavorir un major dinamisme del consum.

2. Dades de l'Estadística Continua de Població (ECP) de l'INE.
 3. Dades de l'enquesta de població activa (EPA).
 4. En l'acumulat de quatre trimestres.

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

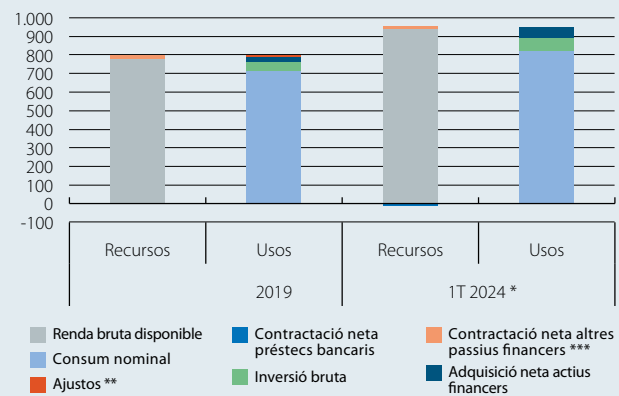
(100 = 4T 2019)



Nota: Dades desestacionalitzades.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades del INE.

Espanya: llars, recursos i usos

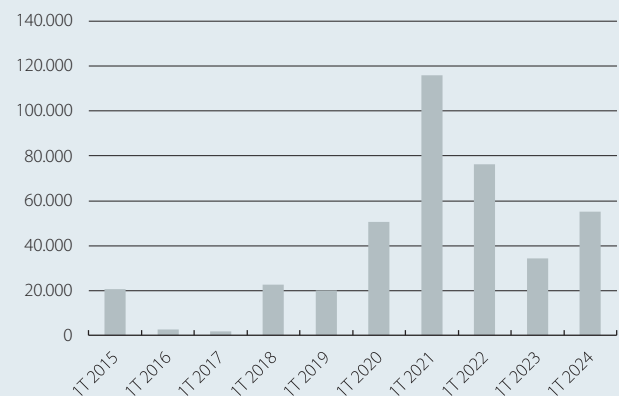
(Milions)



Notes: * Dades acumulades de quatre trimestres. ** Ajust entre els comptes financers i els no financers, entre d'altres. Dades en termes nominals. *** Inclou els crèdits comercials i altres comptes pendents de pagament (interessos de préstecs reportats, impostos i cotitzacions pendents de pagament).
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: adquisició neta d'actius financers de les llars

(Milions d'euros) *



Nota: * Acumulat de quatre trimestres.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

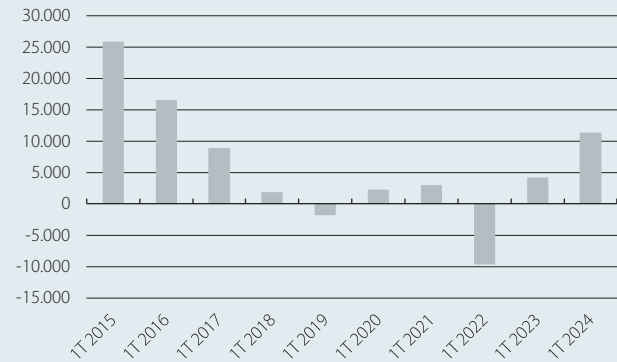
D'altra banda, les famílies es van continuar despallant en el 1T 2024, en reduir el seu deute en l'últim any en 4,4 punts de PIB, fins al 46%, el registre més baix des del 1S 2001. Es tracta d'un nivell de deute 7,3 punts inferior al de la zona de l'euro. I és que, arran de les pujades de tipus d'interès, les famílies van prolongar la tendència iniciada en la segona meitat del 2022 i van dedicar l'increment de l'estalvi a l'amortització neta de préstecs bancaris per un import d'11.357 milions d'euros,⁵ en relació amb la mitjana de 10.299 milions dels 1T 2015-2019.

Arran de l'augment de l'adquisició neta d'actius financers i de la caiguda del deute, sumats a un efecte revaloració gens menyspreable en els actius financers de 125.000 milions en l'últim any, s'ha produït un creixement de la riquesa financera neta de les famílies de 190.000 milions en relació amb el 1T 2023, fins a superar lleugerament els 2,14 bilions d'euros, nou màxim històric.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: amortització neta de préstecs bancaris de les llars

(Milions d'euros) *



Nota: * Acumulat de quatre trimestres.

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

5. En l'acumulat de quatre trimestres.

Inversió en equipament a Espanya: comparativa amb la zona de l'euro

La inversió a Espanya no s'acaba d'enlairar amb força. Superades la pandèmia de COVID i la crisi energètica del 2022, i en un context de fort creixement econòmic, la inversió es troba encara per sota dels nivells previs a la COVID. En la mesura que la capacitat de creixement d'una economia a mitjà termini està condicionada per l'augment de l'estoc de capital, la feblesa que mostra la inversió mereix ser analitzada.

En aquest primer article d'una sèrie de dos, repassem el comportament recent de la inversió en equipament a Espanya i el comparem amb el de la resta de la zona de l'euro. En un segon article, en aquest mateix Informe Mensual, indaguem sobre els incentius a invertir, a partir de l'anàlisi de l'evolució de la rendibilitat i del cost de finançament per sectors.

Tendències recents de la inversió a Espanya

El primer gràfic mostra la variació del PIB i els seus components des del període pre-pandèmia (4T 2019) fins al 2T 2024. Tal com es pot apreciar, la inversió¹ és el component que presenta el pitjor comportament: tots els components del PIB se situen en el 2T 2024 per damunt del seu valor en el 4T 2019, mentre que la inversió es troba l'1,3% per sota.

Si entrem en el detall de la inversió, veiem molta heterogeneïtat. Així, mentre que la inversió en construcció no residencial o la inversió en béns intangibles se situen àmpliament per damunt dels valors pre-pandèmia, la inversió en béns de transport o la inversió en construcció residencial se situen molt per sota d'aquestes cotes (el 15,1% i el 7,3% per sota, respectivament).

En aquest article, ens centrarem en l'anàlisi de la inversió en béns d'equipament, que es desagrega en inversió en equipament de transport i inversió en altres béns d'equipament. Excloem de l'anàlisi la inversió en construcció, perquè la inversió en construcció residencial presenta dinàmiques pròpies vinculades al mercat immobiliari que no són l'objecte d'anàlisi en aquest estudi, i també la inversió en béns intangibles, l'anàlisi dels quals també mereix un capítol a part.

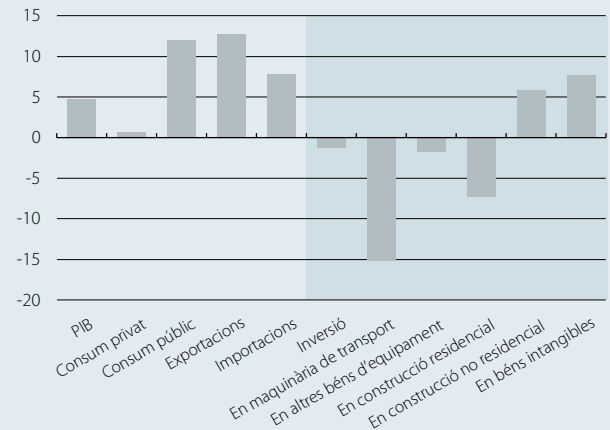
Comparativa amb la zona de l'euro

Per valorar la feblesa de la inversió en béns d'equipament, és útil comparar el comportament amb el dels nostres principals socis comercials de la zona de l'euro. Per fer-ho, comparem el nivell de la inversió mitjana el 2023 amb el nivell pre-pandèmia del 2019.² El segon gràfic mostra les dades per al total de la inversió en béns d'equipament.

1. Entesa com a formació bruta de capital fix, que exclou, per tant, l'acumulació d'existències.
 2. Ens centrem en les dades mitjanes del 2023, ja que encara no disposem de les dades per al conjunt de la zona de l'euro del 2T 2024 i per no posar, així, el focus d'atenció en les dades només d'un trimestre, el 1T 2024, a causa de la volatilitat inherent que presenten les dades en freqüència trimestral.

Espanya: PIB i components (2T 2024)

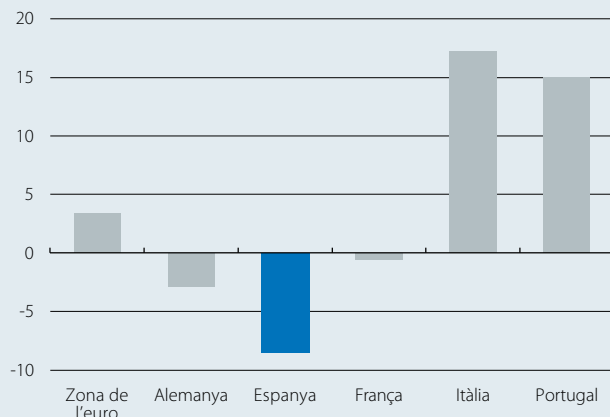
Variació en relació amb el 4T 2019 (en %)



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

Inversió en béns d'equipament

Variació el 2023 en relació amb el 2019 (%)

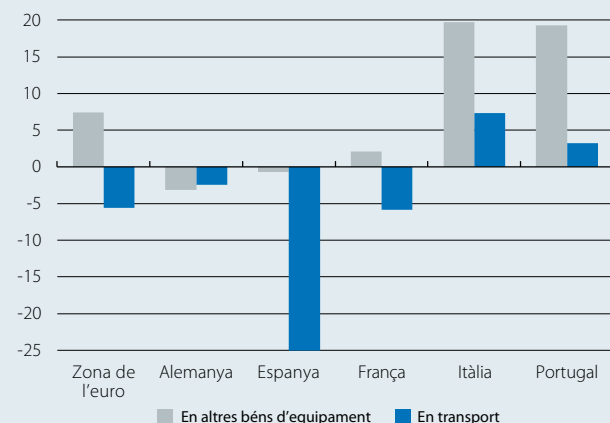


Nota: Inversió en termes reals.

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

Espanya: inversió en equipament, desglossament

Variació el 2023 en relació amb el 2019



Nota: Inversió en termes reals.

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

Tal com hem apuntat més amunt, la inversió en equipament a Espanya ha tingut un comportament feble, fins i tot si el posem en relació amb el de la zona de l'euro. No obstant això, si desglossem la inversió en béns d'equipament en dos components, la inversió en béns de transport i la inversió en altres béns d'equipament, s'aprecien dinàmiques molt diferents.

Al tercer gràfic podem apreciar que, tot i que la inversió en altres béns d'equipament queda lluny de la mitjana de la zona de l'euro, sí que presenta un comportament similar al d'altres grans economies europees, com Alemanya o França. En canvi, també veiem que l'àrea en què la inversió a Espanya presenta un comportament diferencial negatiu en relació amb les altres economies europees és la inversió en béns d'equipament de transport. Mentre que la inversió en aquesta categoria es va situar en la mitjana del 2023 el 5,6% per sota del nivell del 2019 a la zona de l'euro, a Espanya es va situar el 25,1% per sota.

Una mirada sectorial

Amb l'objectiu de millorar la comprensió de les dinàmiques de la inversió, entrem en el detall per sectors a Espanya. Desafortunadament, les dades disponibles d'inversió per tipus d'actiu per sectors només arriben, ara com ara, fins al 2021. No obstant això, les dades del 2021 ja ofereixen resultats interessants.³

El quart gràfic mostra el diferencial de l'esforç inversor en altres béns d'equipament per a cada sector de l'economia espanyola en relació amb l'esforç inversor de cada sector en la mitjana de la zona de l'euro. Definim l'esforç inversor com la ràtio de la inversió sobre el valor afegit brut (VAB). El gràfic presenta el diferencial el 2021 a l'eix vertical i el diferencial en la mitjana del 2015-2019 a l'eix horitzontal. Si un sector se situa en la línia diagonal negra, vol dir que el diferencial s'ha mantingut invariànt en els dos períodes analitzats. Els punts per damunt de la línia denoten que el sector ha millorat l'esforç inversor en relació amb la mitjana de la zona de l'euro el 2021 en relació amb el període 2015-2019, i viceversa amb els punts per sota de la línia.

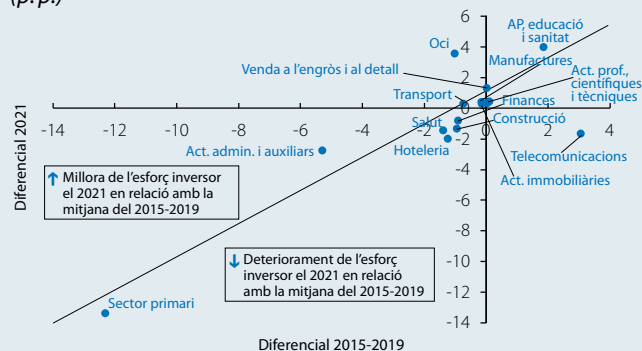
Tal com es pot observar, per a la majoria dels sectors, el diferencial de l'esforç inversor en altres béns d'equipament ha millorat el 2021 en relació amb la mitjana del 2015-2019. La principal excepció és el sector de la informació i les telecomunicacions, que presentava un diferencial positiu proper als 3 p. p. el 2015-2019 i va presentar un diferencial negatiu de gairebé 2 p. p. el 2021.

En canvi, quan dirigim la mirada a l'esforç inversor en béns d'equipament de transport (vegeu el cinquè gràfic), veiem que, el 2021, el diferencial va empitjorar lleugerament per a la majoria dels sectors, de manera que molts

3. En termes qualitatius, els resultats de la secció anterior es mantenen si ens centrem en la comparació de la mitjana del 2021 amb el 2019.

Esforç inversor en altres béns d'equipament: diferencial en relació amb la zona de l'euro per sectors

(p. p.)



Notes: CNAE a un dígit. L'esforç inversor és la inversió a cada sector sobre el VAB de cada sector. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

sectors van passar a presentar diferencials negatius. A més a més, hi ha tres casos que destaquen: el propi sector de transport i emmagatzematge, que presenta un deteriorament molt marcat del diferencial positiu (de -5,5 p. p.); el sector del comerç al detall i a l'engròs, que també presenta un deteriorament substancial del diferencial, tot i que no tan marcat (de -0,7 p. p.), i el sector d'activitats administratives i auxiliars, que presenta una millora molt substancial del diferencial, de +4,2 p. p., que li ha permès passar d'un diferencial negatiu el 2015-2019 a un de positiu el 2021.

Cal tenir en compte que aquests tres sectors són els que tenen més pes en la inversió en equipament de transport a Espanya: els tres sectors combinats concentren gairebé el 77% de tota la inversió en equipament de transport, i el seu pes es reparteix de manera molt uniforme. Així, veiem que l'esforç inversor en equipament de transport s'ha deteriorat de manera lleugera a tots els sectors de l'economia i que el deteriorament ha estat marcat en dos dels tres principals sectors que més inverteixen en equipament de transport, mentre que s'ha produït una millora substancial en l'altre sector principal.

Desafortunadament, les dades de comptabilitat nacional només proporcionen informació d'inversió en equipament de transport al nivell del primer dígit CNAE, però no al segon dígit, de manera que no ens és possible indagar les dinàmiques de l'esforç inversor dins els sectors esmentats més amunt: transport i emmagatzematge, comerç al detall i a l'engròs, i activitats administratives i auxiliars.

Conclusions

La inversió en equipament a Espanya ha mostrat un comportament feble en els últims anys. No obstant això, si diferenciem entre inversió en equipament de transport i inversió en altres béns d'equipament, veiem que, en relació amb la zona de l'euro, la inversió en béns de transport

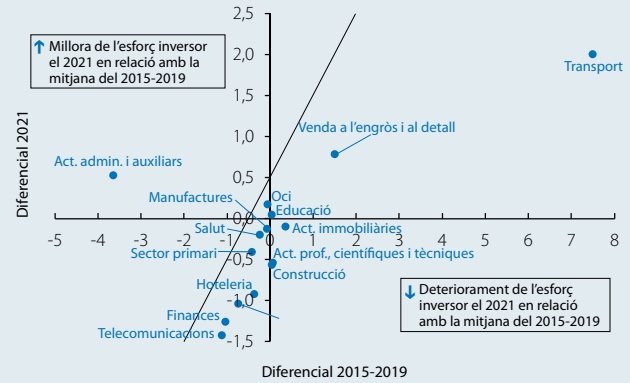
és la que presenta un comportament diferencial negatiu. En canvi, la dinàmica de la inversió en altres béns d'equipament presenta un comportament més similar al d'altres grans economies europees.

Quan entrem en el detall sectorial, aquest comportament feble de la inversió en equipament de transport té lloc de manera generalitzada entre els sectors de la nostra economia, tot i que el deteriorament de l'esforç inversor destaca, en especial, en dos sectors, el de transport i emmagatzematge i el de comerç al detall i a l'engròs.

Més enllà del cas especial de la inversió en equipament de transport, el to feble que caracteritza la totalitat de la inversió en equipament pot respondre a una disminució de la rendibilitat de les empreses en els últims anys, arran dels xocs que ha hagut de travessar la nostra economia, i/o a l'augment del cost de finançament associat a l'enduriment de la política monetària des de mitjan juny del 2022. El nostre segon article dedicat a la inversió en aquest mateix informe indaga sobre aquesta qüestió.

Oriol Carreras Baquer

Esforç inversor en equipament de transport: diferencial en relació amb la zona de l'euro per sectors (p.p.)



Notes: CNAE a un dígit. L'esforç inversor és la inversió a cada sector sobre el VAB de cada sector.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

La rendibilitat i el cost de finançament de les empreses a Espanya

Al Focus anterior d'aquest *Informe Mensual*, dedicat a l'anàlisi de l'evolució de la inversió, ens hem centrat en la descripció del comportament de la inversió per tipologia d'actiu i per sector i en la comparació de la d'Espanya amb la de la zona de l'euro. En aquest article, volem dirigir la mirada cap als incentius a la inversió.

Per fer-ho, analitzarem l'evolució de la bretxa entre la rendibilitat de l'actiu a cada sector i el seu cost de finançament.¹ Intuïtivament, si la bretxa entre rendibilitat i cost augmenta, hauríem de veure una major inversió, i viceversa. Per fer aquesta anàlisi, utilitzem la informació de la Central de Balanços Trimestral (CBT) del Banc d'Espanya, que proporciona dades de rendibilitat i de cost de finançament fins al 1T 2024.²

El primer gràfic mostra la variació del diferencial entre rendibilitat i cost de finançament per al total de l'economia, per als sectors d'energia, indústria i serveis, i per a un conjunt de subsectors de serveis. Les barres grises mostren la variació de la bretxa mitjana en el període 2020-2023³ en relació amb la bretxa mitjana del 2015-2019. Els punts blaus mostren la variació del 2023 en relació amb la mitjana del 2015-2019, per veure la situació de la bretxa per a l'últim any disponible i que, a més a més, és l'any més afectat per les pujades de tipus d'interès del BCE.⁴

Per al conjunt de sectors, s'observa que la bretxa mitjana del 2020-2023 se situa lleugerament per sota del nivell pre-pandèmia del 2015-2019, però el diferencial és molt petit. No obstant això, per sectors, veiem molta heterogeneïtat. Mentre que el sector de l'energia presenta una bretxa mitjana del 2020-2023 molt superior a la pre-pandèmia, arran de l'evolució del preu de l'energia durant aquest període, veiem que la bretxa mitjana als serveis i, sobretot, a la indústria se situa encara significativament per sota del nivell pre-pandèmia. A la indústria, a més a més,

1. La rendibilitat de l'actiu es defineix com:

$$\frac{\text{(Resultat ordinari net + despeses financeres)}}{\text{(Actiu net + ajust a preu de mercat)}}$$

El resultat ordinari net és el valor afegit brut menys la despesa de personal, la despesa financera neta i les amortitzacions i provisions d'explotació. L'actiu net són els recursos propis més els recursos aliens amb cost. El cost de finançament es defineix com les despeses financeres sobre els recursos aliens amb cost.

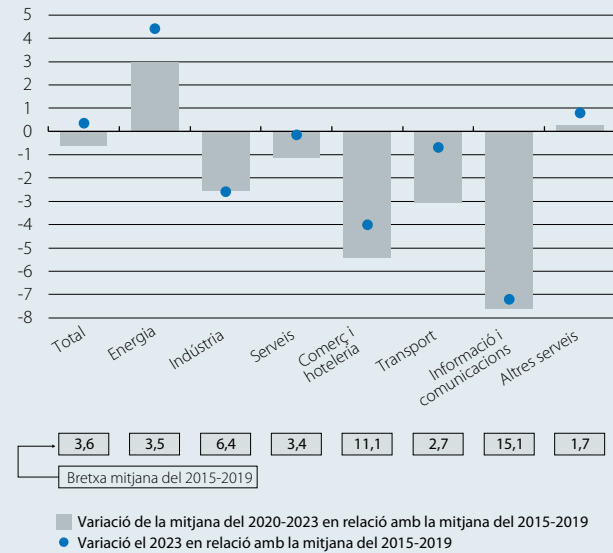
2. Prenem les dades de la Central de Balanços Trimestral (CBT), que disposa de dades més representatives, en lloc de la Integrada (CBI), on les dades només arriben fins al 2022, de manera que no mostren l'impacte de l'augment de tipus que va tenir lloc el 2023. Les dades de la CBT arriben fins al 1T 2024. Hem comparat, per a l'històric disponible, l'evolució de les variables considerades de la CBT i la CBI, i, tot i que hi ha diferències de nivell i de volatilitat, les tendències són similars en les dues fonts.

3. Prenem la mitjana del 2020-2023 per capturar tant les caigudes en rendibilitat que es van viure durant la pandèmia de COVID com les recuperacions posteriors.

4. A tall d'exemple, la bretxa entre rendibilitat i cost de finançament va ser de 6,4 p. p. per a la indústria en la mitjana del 2015-2019. En la mitjana del 2020-2023, la bretxa es va deteriorar 2,6 p. p. (barra grisa), motiu pel qual va passar a presentar una bretxa mitjana de 3,8 p. p.

Espanya: variació de la bretxa entre rendibilitat i cost de finançament

(p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Central de Balanços Trimestral (Banc d'Espanya).

fins i tot el 2023 no s'aprecien encara símptomes de recuperació de la bretxa. Dins el sector serveis, també hi ha molta heterogeneïtat: mentre que, als sectors de comerç i hoteleria, transport i informació i telecomunicacions, veiem un diferencial entre rendibilitats i cost de finançament encara molt per sota dels nivells pre-pandèmia, a la resta dels serveis, el diferencial ja ha recuperat el nivell mitjà pre-pandèmia.

No obstant això, no tots els sectors tenen la mateixa participació en la inversió en béns d'equipament. En aquest sentit, l'evolució de la bretxa entre rendibilitat i cost de finançament és més rellevant per als sectors amb un pes major en la inversió total. Per ordre descendent, destaquen la indústria manufacturera, que, el 2019, representava el 19,4% del total de la inversió en equipament, el sector de comerç i hoteleria, que representava el 14,4%, i el sector de transport i emmagatzematge, amb el 13,9%. Aquests tres sectors combinats representen gairebé el 50% de tota la inversió en equipament, i en tots ells la rendibilitat de l'actiu ha empitjorat en relació amb el període pre-pandèmia.⁵

És també interessant indagar si les variacions en la bretxa entre rendibilitat i cost financer són degudes a variacions en la rendibilitat o en el cost financer. Per aquest motiu,

5. La informació de la CBT no permet desagregar el sector de comerç del de l'hoteleria. Així mateix, les xifres poden estar dominades pel segment del comerç, que, segons les dades de la Comptabilitat Nacional, el 2022, pesava el 70% en relació amb el 30% de l'hoteleria. Així mateix, segons la CBI, el 2022, la bretxa entre rendibilitat i cost del finançament al sector del comerç i hoteleria ja havia assolit el nivell pre-pandèmia del 2019.

l'últim gràfic desglossa el diferencial de la bretxa el 2023 en relació amb la mitjana entre el 2015 i el 2019 en funció de les variacions en rendibilitat (barres grises) i de les variacions en cost de finançament (barres blaves).

El gràfic mostra que l'augment del cost de finançament explica més de la meitat de la caiguda de la bretxa el 2023 en relació amb el 2015-2019 per a la indústria manufacturera i el sector transport i la meitat de la caiguda per al sector de comerç i hoteleria. Cal esperar que les bretxes millorin el 2024 i el 2025, a mesura que el BCE continuï abaixant els tipus d'interès.

Conclusions

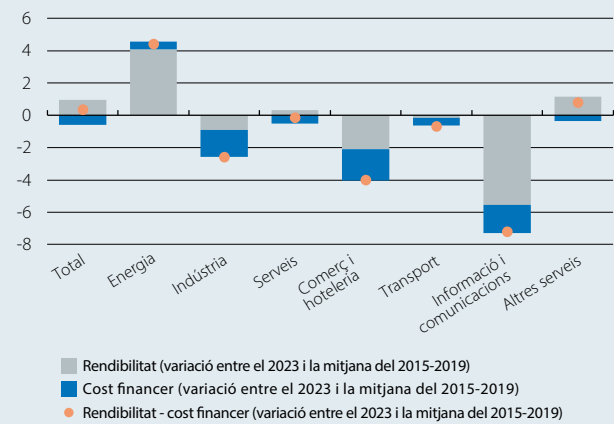
En la mitjana dels anys 2020 i 2023, la bretxa entre la rendibilitat de l'actiu i el cost de finançament per al conjunt de l'economia ha patit amb prou feines un lleuger descens en relació amb la mitjana del 2015-2019. No obstant això, els sectors més intensius en inversió en equipament han experimentat una reducció més significativa del diferencial entre rendibilitat i costos financers i, en alguns casos, com a la indústria, no sembla que s'estiguin recuperant. Aquest deteriorament de la bretxa és degut tant a la caiguda de la rendibilitat com a l'augment dels costos de finançament, vinculat aquest últim al cicle d'enduriment de la política monetària que va iniciar el BCE a mitjan 2022.

El deteriorament del diferencial entre rendibilitat i cost de finançament pot estar afectant negativament les decisions d'inversió de les empreses, tot i que preveiem que aquesta situació s'anirà revertint en certa manera en els propers trimestres, a mesura que els tipus d'interès continuïn baixant.

Oriol Carreras Baquer

Espanya: variació de la bretxa entre rendibilitat ordinària de l'actiu menys cost financer (desglossament)

(p.p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Central de Balanços Trimestral (Banc d'Espanya).

Les dinàmiques de la inflació dels serveis a Espanya

En els dos últims anys, el comportament de la inflació dels serveis ha quedat relegat a un segon pla pel fort augment dels preus de l'energia i dels aliments. No obstant això, en els últims mesos, els serveis han contribuït més a la inflació que cap altre component i, atès el seu elevat pes en la cistella de l'IPC, de gairebé el 50%, condicionen la rapidesa amb què la inflació general convergeix cap a l'objectiu del 2%. En aquest article, repassem les dinàmiques recents de la inflació dels serveis i la seva relació amb els salaris i amb l'energia, dos factors clau per entendre l'evolució d'aquest component en els propers mesos.

Dinàmiques recents

Com podem observar al primer gràfic, el component dels serveis presenta un comportament molt menys volàtil que el de la inflació general. La inflació d'aquest component va començar a escalar al començament del 2022 fins a valors pròxims al 4,0% i ha baixat poc d'aquest nivell malgrat que la inflació general ha caigut des del 8,4% de mitjana el 2022 al 2,8% registrat al juliol. En aquest mateix mes, la inflació dels serveis es va situar en el 3,4%, mentre que el *momentum*¹ de la inflació dels serveis, una mesura menys sensible a les oscil·lacions de les dades mensuals, es va situar 0,6 p. p. per damunt i va indicar, així, la major resistència en el procés de desinflació d'aquest component.

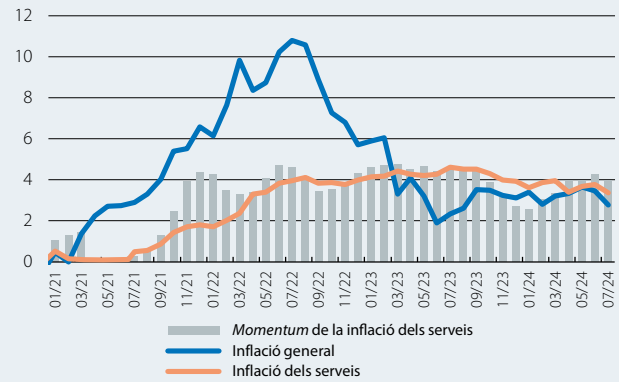
A l'hora d'analitzar les dinàmiques de la inflació dels serveis, és clau tenir en compte que aquest component aglutina els preus de serveis amb comportaments dispars entre si: els serveis de caràcter general, els serveis turístics i els serveis regulats per les Administracions públiques.²

El segon gràfic mostra la contribució de cada servei al total de la inflació dels serveis. Els serveis de caràcter general contribueixen en grau més alt a la inflació dels serveis i mostren més persistència que els serveis turístics.^{3,4} Com podem observar, la inflació dels serveis ha vingut marcada per dues tendències de signe oposat: mentre que la contribució dels serveis de caràcter general ha disminuït al llarg de l'últim any i mig, la dels serveis turístics ha disminuït menys. Al juliol, els serveis de caràcter general mostren una inflació del 3,4% i aportaven 3 p. p. a una inflació del conjunt dels serveis del 3,4% (el 88% del total), mentre que la inflació dels serveis turístics se situava en el 4,2% i aportava 0,3 p. p. (el 9% del total).

1. El *momentum* s'obté anualitzant la variació de l'IPC desestacionalitzat mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.
2. Atès el caràcter discrecional d'aquest últim grup, centrarem la nostra anàlisi en els dos primers.
3. El pes dels serveis de caràcter general sobre la cistella dels serveis és del 87%, mentre que el dels serveis turístics i el dels regulats representen el 7% i el 6%, respectivament.
4. La categoria de serveis turístics inclou transport aeri i marítim, paquets turístics, allotjaments i serveis recreatius.

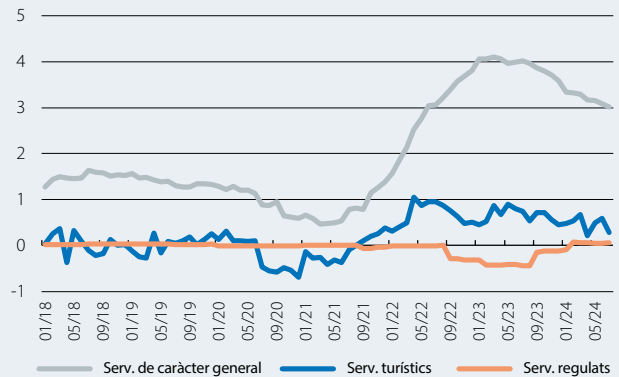
Espanya: IPC serveis

Variació interanual (%)



Nota: El momentum de la inflació es defineix com la variació anualitzada de l'IPC desestacionalitzat mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

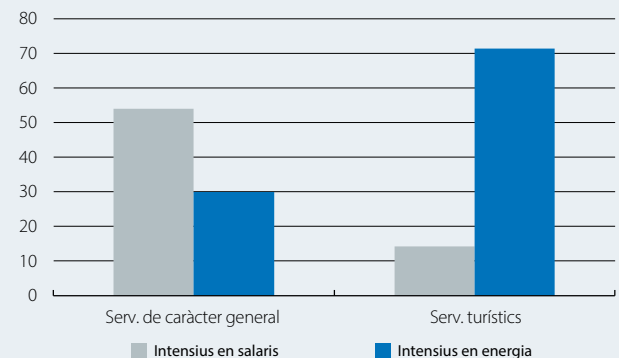
Espanya: contribució a la inflació dels serveis (p. p.)



Nota: La contribució es calcula multiplicant la variació interanual de les subclasses en cada categoria per la seva ponderació en la cistella de l'IPC.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: serveis intensius en salaris i en energia

(% de subclasses de l'IPC classificades com a intensives en salaris o en energia sobre el total de cada grup)



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

Els factors que expliquen la inflació dels serveis

El comportament dispar entre la inflació dels serveis de caràcter general i la dels turístics s'explica, en bona part, per la diferent evolució de la demanda i per una estructura de costos distinta. En concret, els costos energètics tenen més pes en els serveis turístics, mentre que, en els serveis de caràcter general, el principal component dels costos són els salaris.

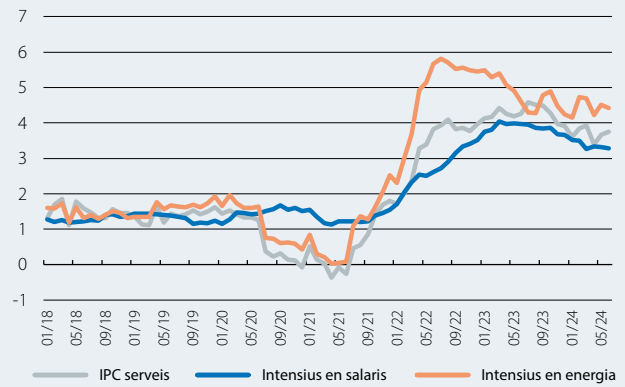
Al llarg dels dos últims anys, la inflació dels serveis intensius en energia s'ha situat per damunt de la inflació dels serveis, mentre que la dels serveis intensius en salaris s'ha situat per sota.⁵ Aquest diferencial, que no va ser present durant el període 2018-2019, suggereix que els costos energètics expliquen una part rellevant de l'alça en la inflació dels serveis.

La nostra previsió és que la inflació dels serveis es moderarà en els propers mesos i se situarà lleugerament per damunt del 3%. D'una banda, la contenció en el creixement dels salaris allunya la possibilitat d'efectes de segona ronda. I, de l'altra, la moderació en el ritme de creixement de la demanda turística i l'estabilització dels preus de l'energia també haurien de reduir la pressió sobre els preus dels serveis turístics.

Zoel Martín Vilató

Espanya: inflació dels serveis intensius en salaris i en energia

Variació interanual (%)



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

5. Per a més detalls, vegeu «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», ECB Economic Bulletin, Issue 3/2024.

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,2	-1,2	-2,3	-0,9	-0,3	0,4	0,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,2	-5,5	-5,9	-4,4	-3,5
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	52,3	51,0	50,5
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	-	...	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	29,0	0,1	-3,4	-9,2	-10,4	-9,5	-9,9	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	14,3	13,7	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	56,8	53,9	54,6
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	0,4	1,0	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	2,2	3,4	-6,5
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,0	-17,2	-14,4	-14,2	-13,7	-15,2
Mercat de treball									
Població ocupada ²	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social ³	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	5,8	2,5	1,9	2,2	2,6	2,9	-	-	-

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	3,4	2,8	2,2
Subjacent	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	3,0	2,8	2,7

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-4,9	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-7,1	...	...
Saldo corrent	8,2	37,7	35,8	37,7	39,2	44,0	44,0	...	...
Béns i serveis	16,3	60,1	54,6	60,1	62,0	67,1	67,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	-8,1	-22,4	-18,8	-22,4	-22,8	-23,1	-23,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	20,7	53,7	50,0	53,7	53,5	58,8	58,8	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers⁴

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	-0,3	0,4	2,5	3,4	4,5	3,5	...
A la vista i estalvi	7,9	-4,5	-6,9	-7,6	-6,6	-4,0	-1,9	-2,6	...
A termini i preavis	-19,6	52,2	69,8	90,2	104,4	77,4	68,0	58,6	...
Dipòsits d'AP	9,5	8,8	11,3	9,4	-1,5	-2,2	-4,1	6,3	...
TOTAL	5,2	1,1	0,5	1,1	2,2	3,1	3,9	3,7	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	-2,5	-3,4	-3,7	-2,9	-1,9	-1,3	-1,1	...
Empreses no financeres	0,9	-3,4	-4,6	-5,2	-4,0	-2,7	-1,8	-1,7	...
Llars - habitatges	1,0	-2,6	-3,4	-3,3	-2,8	-2,0	-1,5	-1,0	...
Llars - altres finalitats	-0,6	-0,2	0,0	-0,5	-0,3	0,5	0,7	0,3	...
Administracions públiques	0,2	-3,4	-4,6	-5,5	-2,9	-3,2	-2,7	-6,3	...
TOTAL	0,7	-2,6	-3,4	-3,8	-2,9	-2,0	-1,4	-1,4	...
Taxa de morositat (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,5	3,4	...	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dada fi del període.

Fons: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.

L'economia portuguesa perd vigor en el 2T

En el 2T, el PIB registra un avanç exigü, tot i que la composició del creixement ofereix alguns aspectes positius. En el 2T 2024, el PIB va créixer només el 0,1% intertrimestral, una desacceleració significativa en relació amb el 0,8% registrat en el 1T. Aquest comportament s'explica per l'alentiment de les exportacions i per l'acceleració de les importacions, que comporta una contribució negativa de la demanda externa al creixement intertrimestral del PIB (-0,4 p. p.), en contrast amb una aportació positiva de la demanda interna (+0,5 p. p.), impulsada per la inversió en maquinària i en material de transport. En canvi, el consum privat es desaccelera. En termes anuals, el creixement del PIB es manté en l'1,5%.

Malgrat que la dada del 2T ha estat inferior a la prevista per CaixaBank Research, continuem sent raonablement optimistes sobre l'evolució de l'activitat durant la segona meitat de l'any, gràcies al turisme, a la correcció de la inflació i a la caiguda dels costos de finançament. A més a més, l'augment gradual de l'execució dels fons europeus donarà suport a la inversió. En conseqüència, continuem projectant un creixement del PIB per damunt de l'1,5% el 2024 i amb riscos a l'alça.

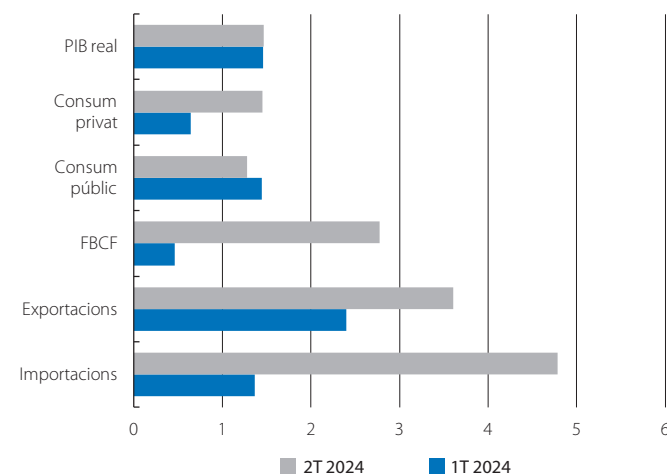
Els indicadors d'activitat del 3T mostren un comportament mixt. D'una banda, l'indicador d'activitat del Banc de Portugal es va desaccelerar al juliol i va apuntar un creixement interanual de l'1,2%, mentre que l'indicador corresponent al consum privat es va tornar a accelerar al juliol, fins a l'1,8% interanual. Per la seva banda, els indicadors de sentiment de l'agost mostren cautela entre els consumidors i optimisme a la construcció i a la indústria. Finalment, les dades turístiques continuen evolucionant de forma favorable, amb un augment interanual del nombre de turistes i de les pernoctacions del 6% i del 5%, respectivament.

La inflació es desaccelera fins a l'1,9% a l'agost, 6 dècimes menys que al juliol, a conseqüència d'una caiguda de l'1,4% en els preus dels productes energètics i d'una desacceleració fins al 0,8% (el 2,8% al juliol) dels aliments. Sense aquests dos components, la taxa subjacent s'estabilitza en el 2,4%, la qual cosa confirma la lentitud del procés desinflacionista. En els propers mesos, el comportament podria ser menys favorable, en especial per l'evolució dels preus dels béns energètics: el Govern ha anunciat recentment la retirada parcial de les mesures de suport als combustibles. Així mateix, a partir de l'octubre, s'actualitzaran els preus i les tarifes de l'electricitat i del gas natural. Aquests factors donen suport a la nostra expectativa d'un repunt de la inflació en els últims mesos de l'any, mentre que la taxa subjacent es mantindrà al voltant del 2,4%.

La creació d'ocupació es desaccelera. En el 2T, el ritme d'avanç de l'ocupació es va desaccelerar des del 2,8% interanual anotat en el 1T fins a l'1,0 i es va situar en 5,1 milions de treballadors, màxim des del 3T 2008. Pel que fa als salaris, la remuneració bruta mensual real mitjana per treballador va augmentar el 3,6% en el 2T i va apuntar a una recuperació del poder adquisitiu dels ocupats, un senyal positiu per a l'impuls del consum privat.

Portugal: PIB i components

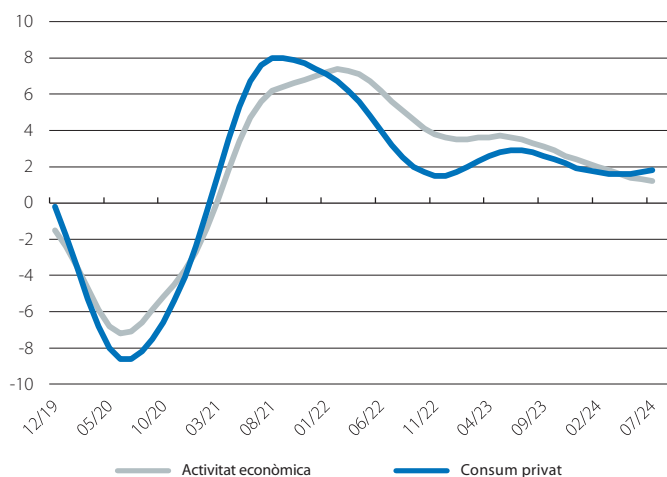
Variació interanual (%)



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

Portugal: indicadors coincidents

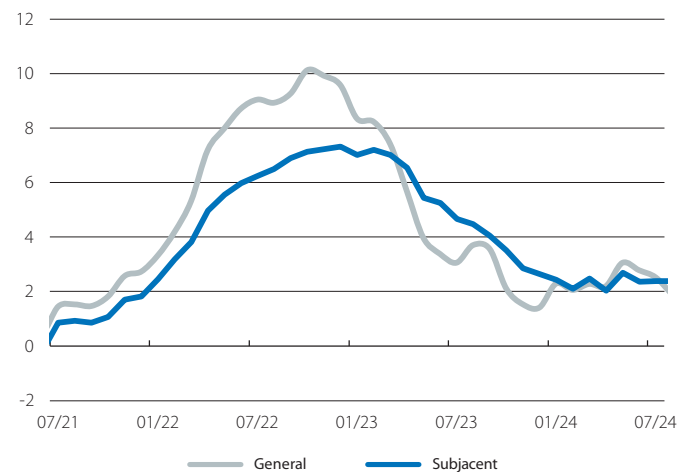
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Portugal: inflació

Variació interanual (%)



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

Com es distribueix la riquesa de les famílies portugueses?

El 2023, la riquesa neta de les llars portugueses va assolir els 855.000 milions d'euros, la qual cosa representa un augment del 6% en relació amb el 2022 i al voltant del 28% si el comparem amb el 2019. Un moviment menys pronunciat es va produir en la riquesa neta real, que, a preus del 2019, va avançar l'1,6% interanual i es va situar el 12% per damunt del nivell del 2019. Al seu torn, la riquesa neta real per família també ha evolucionat de forma favorable i, al final del 2023, es va situar el 9,6% per damunt del valor del 2019.

L'apreciació del mercat immobiliari ha estat el principal responsable de l'augment de la riquesa nominal, ja que, des del final del 2019, els preus de l'habitatge han crescut el 45%. Un altre factor que ha incidit en l'avanç de la riquesa neta ha estat la caiguda dels passius financers.

L'habitatge és la principal destinació de la riquesa de les famílies portugueses. No solament representa el 51% de la riquesa total, sinó que ha vist augmentar el seu pes al voltant de 3 p. p. des del 2019. Dins la riquesa financera, destaquen els dipòsits, que representen el 48% del patrimoni financer i el 23% del patrimoni total.

Actius per nivell de riquesa familiar

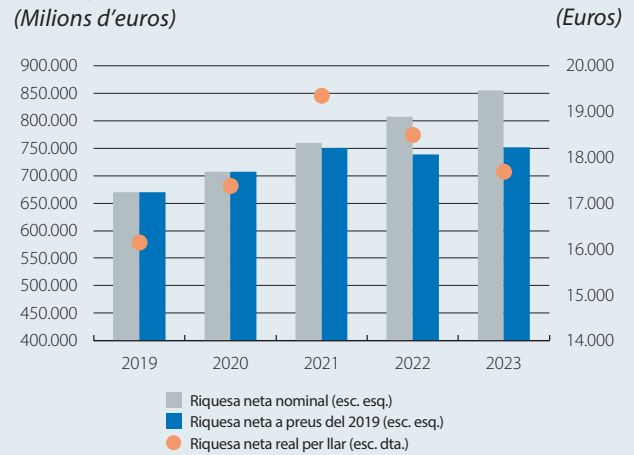
Al començament del 2024, el BCE va començar a publicar estadístiques relatives a la riquesa de les famílies, la qual cosa va permetre una anàlisi més detallada de les dades, en particular amb la classificació de les llars per percentils de riquesa i per la seva situació al mercat laboral.

Amb dades del 2023, s'observa que el nivell de concentració de la riquesa en el 10% de la població amb més riquesa neta a Portugal és similar al de la zona de l'euro: més de la meitat dels actius es concentren en aquest 10% de la població. Entre el 50% de la població amb menys riquesa, el percentatge d'actius posseïts és major a Portugal que a la zona de l'euro, i no s'observen canvis significatius des del 2019. Cal esmentar que, el 2023, els actius totals van disminuir l'1,5% en relació amb el 2022, però encara es troben el 15,4% per damunt del nivell del 2019, a causa, principalment, de l'apreciació de gairebé el 13% dels actius immobiliaris.

No obstant això, els passius es concentren en la població amb menys riquesa neta: el 40% dels préstecs per a la compra d'habitatge es concentren en aquest segment, així com el 42% d'altres tipus de crèdit, principalment crèdit al consum. També va ser al rang de riquesa més baix on va haver-hi un augment dels passius en relació amb el 2022: més de 945 milions d'euros, dels quals 649 milions van ser per a la compra d'habitatge.

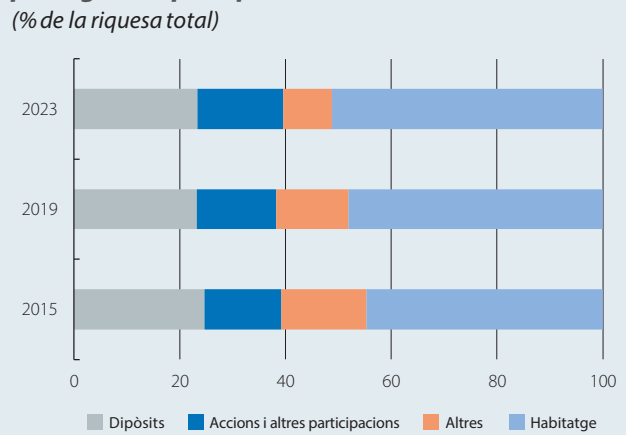
A Portugal, el pes de l'habitatge en la riquesa de les famílies amb menys riquesa neta és substancialment major

Portugal: riquesa neta de les famílies portugueses



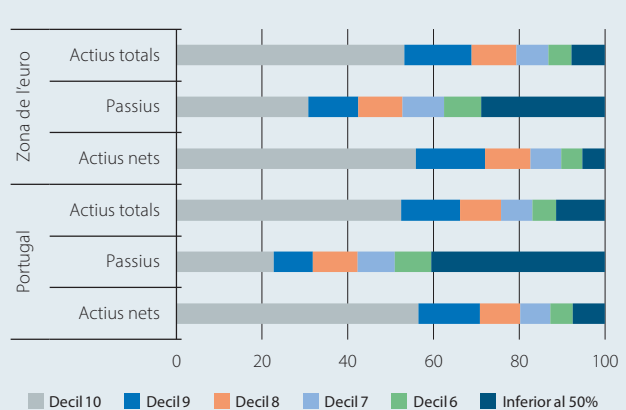
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc de Portugal.

Portugal: estructura de la riquesa de les famílies portugueses per tipus d'actius



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Portugal: distribució de la riquesa per decil *



Nota: * Per decil de riquesa neta.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

que al conjunt de la zona de l'euro, del 75% en relació amb el 63%, la qual cosa també explica que els passius siguin majors en aquest grup de població. Al seu torn, els actius financers, sobretot els dipòsits, representen només el 21% dels actius de la meitat menys rica de les famílies portugueses, la qual cosa contrasta amb el 33% de mitjana a la zona de l'euro. La resta de la riquesa, similar a Portugal i a la zona de l'euro, fa referència a actius financers i no financers associats amb les activitats comercials o amb les professions liberals.

Riquesa familiar per situació del mercat laboral

Les dades de riquesa familiar, tenint en compte la situació del mercat laboral, mostren que la distribució dels actius i dels passius és similar a Portugal i a la zona de l'euro en el cas dels ocupats, tot i que la proporció de riquesa en mans de la població jubilada és més alta a la zona de l'euro que a Portugal: en concret, els jubilats portuguesos concentren el 23% del total d'actius, al voltant de 6 p. p. menys que a la zona de l'euro. La situació oposada s'observa entre els treballadors autònoms, que, a Portugal, posseeixen el 22% dels actius familiars, al voltant de 2 p. p. més que a la zona de l'euro.

Pel que fa als passius, es concentren majoritàriament en les persones ocupades: a Portugal, al voltant del 70% dels passius totals corresponen a aquest grup, que és el que té més capacitat per pagar els deutes. Addicionalment, s'observa que el passiu de les persones en situació d'atur és força baix: només el 2,8% dels passius estan en mans d'aquestes persones.

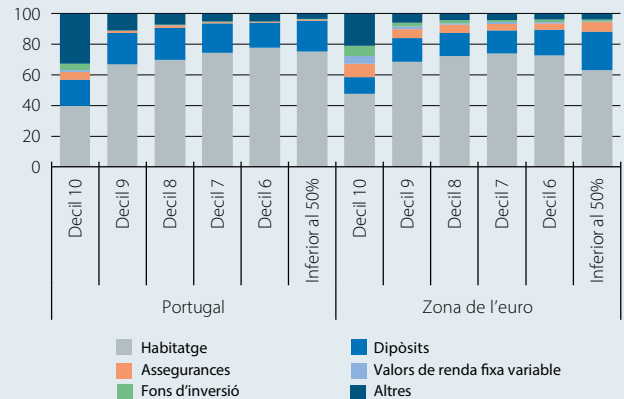
Conclusió

Les famílies portugueses han augmentat la seva riquesa en els últims anys i no mostren diferències significatives en la seva distribució per nivell de riquesa o per situació laboral en relació amb la zona de l'euro. Només la proporció de passius assumits per la meitat de la població amb menys riquesa és relativament major a Portugal. Això, segurament, reflecteix l'esforç per a la compra d'habitatge en anys recents per part d'aquest segment de la població, més jove i encara sense una gran acumulació d'actius.

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: composició de la riquesa de les famílies

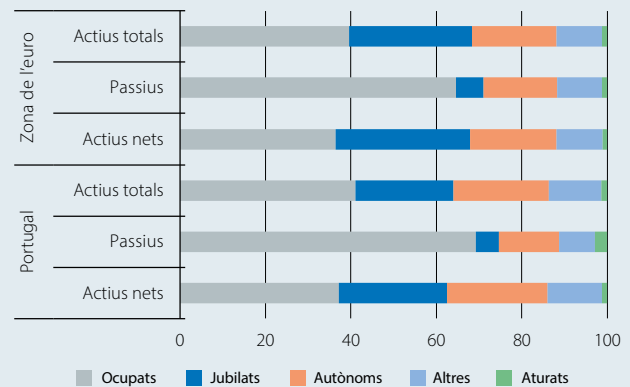
(% dels actius)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Portugal: distribució de la riquesa segons la situació laboral

(% del total)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,3	3,3	2,6	2,0	1,4	1,3	1,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	-4,5	-3,5	1,4	1,4	-2,7	-4,0	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,0	-9,3	-7,9	-6,7	-6,5	-6,7	-6,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	7,5	12,1	4,9	-19,9	3,6	-5,6	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-18,9	-11,4	-4,1	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	13,8	9,1	8,1	6,4	5,5	6,8	6,6	7,4	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	24,9	19,1	13,1	9,5	9,5	9,3	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,2	7,6	5,8	1,7	6,3	4,3	1,4	-0,4	-1,6
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	0,6	0,6	1,8	2,2	3,2	2,1	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,4	2,8	2,2	1,7	1,6	1,7	1,8	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-22,8	-27,2	-24,6	-18,7	-17,2	-15,4	-14,3
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	2,3	2,2	1,6	2,6	1,0	0,8	0,5	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,2	6,5	6,1	6,6	6,8	6,1	6,4	6,2	...
PIB	6,8	2,3	1,9	2,1	1,5	1,5	-	-	-

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	7,8	4,4	3,5	1,7	2,2	2,7	2,8	2,5	1,9
Subjacent	5,6	5,1	4,4	3,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,4	2,9	-1,4	-5,5	-3,6	-3,6	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,0	1,4	-4,0	-7,3	-5,7	-5,7	...	...
Saldo corrent	-2,8	3,6	4,1	3,6	5,1	5,8	5,8	...	...
Béns i serveis	-4,7	3,3	2,1	3,3	4,6	5,3	5,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	2,0	0,4	0,5	0,6	0,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-0,5	7,2	7,3	7,2	8,8	9,2	9,2	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,6	-2,3	2,7	5,6	5,6	5,1	...
A la vista i estalvi	7,3	-14,8	-9,4	-14,8	-11,2	-4,6	-4,6	-5,2	...
A termini i preavis	5,2	14,8	6,9	14,8	20,2	17,7	17,7	17,3	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	5,5	-12,4	9,1	4,5	4,5	15,0	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,4	-2,6	2,9	5,6	5,6	5,4	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,7	-1,5	-1,8	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,5	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-3,5	-2,1	-1,7	-1,4	-1,4	-0,6	...
Llars - habitatges	3,2	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9	0,2	0,2	0,4	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	-0,8	0,2	2,0	2,7	2,7	3,3	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	-1,4	-5,5	5,9	-5,8	-5,8	-2,3	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-0,5	-0,2	-0,2	0,4	...
Taxa de morositat (%)²	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	...	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.

Coneix les nostres publicacions:



Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.



Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.



Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.



Informe Sectorial Immobiliari 2S 2024

La vigorosa evolució del sector immobiliari espanyol en la primera meitat de l'any, ens ha portat a revisar a l'alça les previsions per al 2024 i el 2025. Tot i així, el desajust entre oferta i demanda condicionarà el sector, que a més haurà d'afrontar reptes importants com el canvi climàtic o els problemes d'accés a l'habitatge de la població jove i la més vulnerable.



Informe Sectorial de Turisme 2S 2024

Les xifres rècord que ha assolit el turisme a Espanya en els primers mesos del 2024 i els efectes del canvi climàtic en el sector ressalten la necessitat de continuar millorant la gestió dels fluxos i apostar per la innovació i la inversió, per minimitzar les externalitats negatives de l'activitat i tendir cap a un model menys estacional i que reforci la sostenibilitat.



Observatori Sectorial

Informe 360º sobre la situació i les perspectives dels sectors d'activitat a Espanya. Aprofundim en les dinàmiques subjacents de l'evolució macroeconòmica, tot oferint una visió transversal del comportament dels sectors d'activitat al llarg del temps.

Mitjançant els nostres estudis, contribuïm a estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com

Et recomanem:

Economia en temps real

Segueix l'evolució de l'economia espanyola a través dels nostres indicadors en temps real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

