

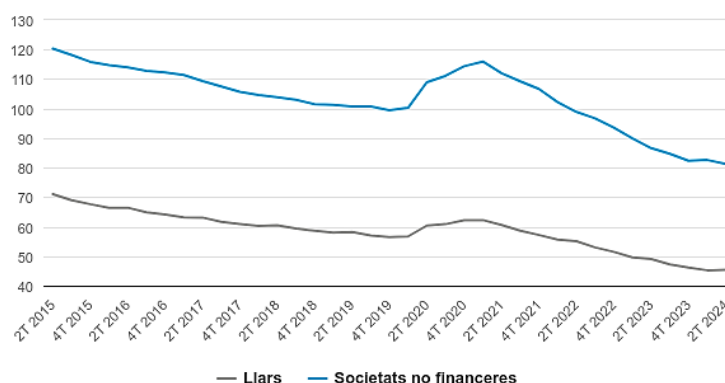
Economia espanyola

L'activitat de les grans empreses espanyoles es va accelerar a l'agost. A l'agost, les vendes interiors de les grans empreses (deflactades i corregides d'efectes estacionals i de calendari) van avançar a un ritme del 3,3% interanual, una notable acceleració respecte a l'1,5% registrat en mitjana durant el primer semestre de l'any. L'avanç es va sostenir en les vendes destinades a consum i béns intermedis (4,1% i 3,2% interanual, respectivament). També destaca l'acceleració de les vendes a l'exterior, que després de diversos trimestres en negatiu, en el 3T registren un creixement mitjà de l'1,8% interanual. Per sectors, l'avanç es va concentrar en construcció i serveis (8,9% i 3,7% interanual). Quant a l'ocupació, les remuneracions salarials per empleat van augmentar un 4,0% interanual, en línia amb els registres del primer semestre de l'any.

Les llars i les empreses espanyols es continuen despallant. En el 2T 2024, el deute de les societats no financeres (en termes nominals i sense consolidar) es va mantenir estable respecte al 1T, mentre que el deute de les llars va anotar un augment de 13.400 milions d'euros. No obstant això, en percentatge de PIB, el deute tant de les llars com de les empreses ha descendit. Així, el deute de les empreses es va situar en el 81,3% del PIB en el 2T 2024, 1,3 p. p. menys que en el 1T 2024, i passa a nivells similars als del 2002. Per part seva, el deute de les llars es va situar en el 45,4% del PIB, -0,8 p. p. respecte al 1T 2024 i un nivell similar al de principis del 2000. Les ràtios de deute sobre PIB a Espanya es mantenen molt per sota de la mitjana de la zona de l'euro: -15 p. p. per a empreses i -7 p. p. per a llars. Pel costat dels actius financers de les llars, aquests han augmentat en 59.000 milions d'euros en el 2T 2024 (53.465 milions per adquisicions netes i 5.545 per efectes de revaloració), fins a situar-se en el 197,8% del PIB (197,1% en el 1T 2024).

Espanya: deute del sector privat

(% del PIB)



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

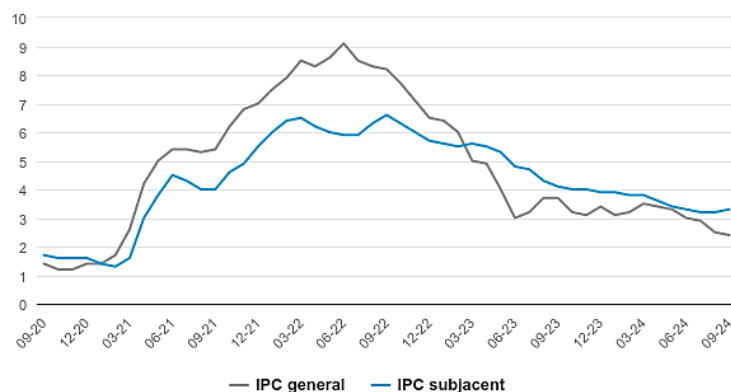
Economia internacional

Les dades d'ocupació i inflació dels EUA reforcen l'expectativa d'una baixada de 25 p. b. al novembre. La inflació general va disminuir al 2,4% interanual al setembre (2,5% a l'agost), mentre que la inflació nucli, que exclou aliments i energia, es va accelerar 0,1 p. p., fins al 3,3%. El descens de la inflació general es va deure novament a la notable caiguda dels preus energètics i dels béns no energètics. D'altra banda, una inesperada acceleració de la inflació d'aliments i l'elevada persistència dels preus dels serveis van ser els principals factors que van impulsar la inflació. Va destacar la moderació de la inflació del component d'habitatges *shelter*, que pesa més del 30% de la cistella i ha estat el de major persistència durant l'any, tot i que continua sent elevada: 4,9% interanual enfront del 5,2% de l'agost. Quant a l'ocupació, l'informe de setembre va indicar que la taxa d'atur va disminuir 1 dècima, fins al 4,1%, i la creació d'ocupació va repuntar amb força, amb 254.000 noves ocupacions no agrícoles, tornant a nivells similars a la mitjana mensual del 2023, mentre que la taxa de participació es va mantenir sense canvis. Juntament amb les dades de l'informe JOLTS (vacants en màxim de tres mesos i taxa d'acomiadaments en el 1,1%), es van dissipar els temors sobre una deterioració significativa del mercat laboral. El progrés de la inflació permetrà a la Fed continuar relaxant la política monetària, però atesa la lenta reducció de la rúbrica general i la persistència dels serveis, anticipem que no retallarà

els tipus d'interès de forma agressiva. La fortalesa del mercat laboral determinarà la gradualitat del seu enfocament i, com demostra el repunt en les peticions inicials de desocupació publicades aquesta setmana, el camí no estarà exempt de sotragades (vegeu la [Nota Breve](#)).

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

L'economia d'Alemanya podria tornar a caure el 2024. De fet, les noves previsions del Govern anticipen que el PIB retrocediria un 0,2% enguany (+0,3% estimat anteriorment), després de caure un 0,1% el 2023. Si es confirma, seria la primera vegada en 20 anys que Alemanya encadena dos anys consecutius amb caigudes al PIB. Les dades que es publiquen continuen incidint en la feblesa de l'economia germànica. Així, l'avanç registrat per la producció industrial a l'agost (+2,9% intermensual), només va aconseguir compensar el retrocés del mes previ (-2,9%). En termes interanuals, a l'agost, la producció industrial va retrocedir un 2,5%. No obstant això, el Govern alemany confia en el fet que l'economia comenci a recuperar-se l'any vinent, gràcies, entre altres, a una inflació i uns tipus d'interès menors, i estima un creixement mitjà anual de l'1,1% el 2025 i de l'1,6% el 2026. D'altra banda, el Govern francès ha fet públic el projecte de llei per als pressupostos del 2025, amb els quals es busca reduir el dèficit fiscal fins al 5,0% del PIB (des de més d'un 6,0% estimat per al 2024), a través d'una retallada de despesa d'uns 40.000 milions d'euros i un augment d'impostos d'uns 20.000 milions d'euros. Aquest projecte serà ara presentat davant el Parlament, que haurà d'aprovar-lo, en un procés que es preveu complicat atesa la seva fragmentació i la falta de majoria del Govern actual.

Mercats financers

Els inversors continuen centrats en la robustesa del cicle als EUA i la resposta de la Fed. Després de la publicació de l'informe d'ocupació de setembre divendres passat, que va mostrar un excepcional dinamisme de la creació d'ocupació en aquesta fase avançada del cicle, els inversors van passar a cotitzar un escenari d'«aterratge molt suau» de l'economia nord-americana. Això es va traduir en què els implícits del mercat monetari van passar a veure com menys probable una retallada de 50 p. b. en la reunió de novembre, tot i que la de 25 p. b. es continua veient com a molt factible (els implícits descompten un 85% de probabilitat). Això va comportar un repunt dels tipus monetaris i sobirans a banda i banda de l'Atlàntic, amb els tipus europeus pressionats a l'alça pel moviment dels nord-americans (amb el *treasury* a 2 anys repuntant uns 40 p. b. en el que portem de mes fins a un nivell del 4%). Malgrat els repunts de tipus, la majoria dels índexs borsaris de les economies desenvolupades s'han mantingut plans, amb la principal excepció del Nasdaq 100, afavorit per un renovat interès en les companyies més exposades a la IA. Els índexs emergents, per part seva, tanquen una setmana de pèrdues, llastats per la renovada fortalesa del dòlar, que ha capitalitzat no només el seu rol d'actiu refugi davant el repunt del risc polític, sinó també l'ajust en les expectatives de tipus de la Fed. D'altra banda, els índexs xinesos de renda variable també van registrar pèrdues per la incertesa respecte a l'efectivitat dels estímuls públics per dinamitzar l'economia, després de setmanes de forts guanys. Finalment, al mercat de matèries primeres, el preu del petroli s'ha estabilitzat per sota dels 80 dòlars, després del fort rebot que va patir a principis de mes per la recrudescència de les tensions a l'Orient Mitjà. A mesura que els riscos d'una regionalització del conflicte semblen no incrementar-se, en el preu del cru han tornat a pesar els dubtes sobre la demanda xinesa.

El BCE, a per una tercera retallada sense compromís. Tot suggereix que el BCE baixarà els tipus d'interès el pròxim 17 d'octubre: les expectatives de mercat cotitzen una retallada de 25 p. b. amb una probabilitat del 95% i la mateixa presidenta del BCE, Christine Lagarde, es va mostrar a favor d'aquesta baixada després del descens de les últimes dades d'inflació i activitat econòmica. De fet, com han assenyalat els membres del BCE, aquestes últimes dades dibuixen un refredament de l'economia europea en un context monetari clarament restrictiu, amb importants riscos geopolítics i, alhora, amb bones xifres d'inflació (inflació general de l'1,8% al setembre) i un inici agressiu de les retallades de tipus als EUA. Així, recentment, diferents veus en el si de l'Eurosistema han secundat, més explícitament o implícita, una baixada de tipus a l'octubre que porti el tipus *depo* al 3,25%, un moviment que fa unes poques setmanes cotitzava amb baixa probabilitat als mercats financers. Malgrat aquest canvi de ritme, és probable que, el pròxim 17 d'octubre, el BCE reiteri el seu compromís amb una estratègia de distensió monetària gradual, basada en l'evolució de les dades i amb decisions «reunió a reunió». Encara que la lluita contra la inflació avança en la bona direcció, en les últimes dades continua apreciand-se una disminució lenta de les pressions de preus subjacents (inflació nucli del 2,7% al setembre, amb els serveis al 4,0%) i tant el consens d'analistes com el BCE preveuen que la inflació encara trigui un temps a ancorar-se a l'objectiu del 2,0% de manera sostinguda (vegeu la [Nota Breve](#)).

Les actes del FOMC destaquen debat entre 25 i 50 p. b. Les actes de la reunió del setembre del FOMC van revelar que la decisió de retallar els tipus d'interès en 50 p. b., en lloc de 25 p. b., va ser més debatuda del que suggeria l'únic vot en contra de la governadora Michelle Bowman. Si bé «una majoria substancial dels participants» van donar suport a una retallada de 50 p. b., «alguns participants» van preferir-ne una de 25 p. b. i «uns pocs altres» van assenyalat que haurien donat suport a aquesta retallada menor. Els qui van advocar per una retallada de 50 p. b. van considerar que aquesta reflectia millor el balanç de riscos entre el sosteniment del mercat laboral i el progrés de la desinflació. Els que van secundar 25 p. b. van indicar que una major gradualitat en les retallades de tipus permetria avaluar millor el seu impacte en l'economia. Quant a l'avaluació de la Fed sobre les condicions econòmiques actuals, les actes no van oferir informació addicional més enllà del que va aportar Powell en el seu comunicat després de la reunió.

| | | 10-10-24 | 4-10-24 | Var. setmanal | Acumulat 2024 | Var. interanual |
|--------------------------|---------------------|----------------|---------|---------------|---------------|-----------------|
| Tipus | | (punts bàsics) | | | | |
| Tipus 3 mesos | Zona euro (Euribor) | 3,18 | 3,25 | -7 | -73 | -77 |
| | EUA (Libor) | 4,66 | 4,58 | +8 | -67 | -73 |
| Tipus 12 mesos | Zona euro (Euribor) | 2,79 | 2,69 | +10 | -72 | -135 |
| | EUA (Libor) | 4,15 | 3,87 | +28 | -62 | -121 |
| Tipus 2 anys | Alemanya | 2,23 | 2,20 | +3 | -17 | -88 |
| | EUA | 3,96 | 3,92 | +4 | -29 | -102 |
| Tipus 10 anys | Alemanya | 2,26 | 2,21 | 5 | 31 | -46 |
| | EUA | 4,06 | 3,97 | 9 | 18 | -50 |
| | Espanya | 2,99 | 2,97 | 2 | 9 | -83 |
| | Portugal | 2,76 | 2,74 | 2 | 20 | -70 |
| Prima de risc (10 anys) | Espanya | 74 | 76 | -2 | -22 | -36 |
| | Portugal | 50 | 53 | -3 | -11 | -24 |
| Renda variable | | (percentatge) | | | | |
| S&P 500 | | 5.780 | 5.751 | 0,5% | 21,2% | 32,1% |
| Euro Stoxx 50 | | 4.970 | 4.955 | 0,3% | 9,9% | 18,3% |
| IBEX 35 | | 11.657 | 11.659 | 0,0% | 15,6% | 24,5% |
| PSI 20 | | 6.687 | 6.647 | 0,6% | 4,5% | 8,9% |
| MSCI emergents | | 1.157 | 1.179 | -1,9% | 13,0% | 20,9% |
| Divises | | (percentatge) | | | | |
| EUR/USD | dòlars per euro | 1,093 | 1,097 | -0,4% | -1,0% | 3,0% |
| EUR/GBP | lliures per euro | 0,837 | 0,836 | 0,2% | -3,4% | -2,9% |
| USD/CNY | yuans per dòlar | 7,077 | 7,019 | 0,8% | -0,3% | -3,1% |
| USD/MXN | peso per dòlar | 19,460 | 19,284 | 0,9% | 14,7% | 9,1% |
| Matèries Primeres | | (percentatge) | | | | |
| Índex global | | 100,5 | 102,1 | -1,5% | 1,9% | -2,4% |
| Brent a un mes | \$/barril | 79,4 | 78,1 | 1,7% | 3,1% | -7,5% |
| Gas n. a un mes | €/MWh | 40,3 | 41,0 | -1,7% | 24,6% | -12,5% |

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