

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 493 | OCTUBRE 2024



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS

Energia: revisió de l'escenari en temps revolts

ECONOMIA INTERNACIONAL

Deteriorament modest de les expectatives de creixement per a l'economia internacional

Les claus del refredament del mercat laboral nord-americà

Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades

ECONOMIA ESPANYOLA

Es revisa a l'alça la previsió de creixement del PIB a Espanya

El sector turístic espanyol bat tots els rècords a l'estiu del 2024

INFORME MENSUAL

Octubre 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-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
8 d'octubre de 2024

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

- 9 *Energia: revisió de l'escenari en temps revolts*
Beatriz Villafranca

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *Deteriorament modest de les expectatives de creixement per a l'economia internacional*
Rita Sánchez Soliva
- 16 *Les claus del refredament del mercat laboral nord-americà*
Isabela Lara White
- 18 *Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades*
María Romero Meléndez i David del Val

22 ECONOMIA ESPANYOLA

- 24 *Es revisa a l'alça la previsió de creixement del PIB a Espanya*
Oriol Carreras i Javier Garcia-Arenas
- 26 *El sector turístic espanyol bat tots els rècords a l'estiu del 2024*
David Cesar Heymann

30 ECONOMIA PORTUGUESA

Eleccions nord-americanes en una nova fase

L'apassionant any electoral que hem afrontat el 2024, durant el qual més de la meitat de la població mundial ha estat cridada a les urnes, es tancarà amb les eleccions presidencials nord-americanes del 5 de novembre, en què, a més a més, es renova un terç del Senat i la totalitat de la Cambra de Representants. Les diferents combinacions de resultats que perfilaran els *checks and balances* entre poder legislatiu i executiu de la primera potència econòmica mundial són especialment rellevants en aquesta ocasió. Tant pels desafiaments presents en l'escenari econòmic i geopolític com pels perfils i pels programes antagònics dels candidats, la qual cosa augmenta la incertesa sobre els principals trets que presentaran la política econòmica i la política exterior en els propers quatre anys. Sent conscients que, probablement, la contesa es decidirà en un grapat de comtats dels *swing states*, amb el consegüent risc d'impugnacions, de recomptes de vots i de retard en el resultat final.

El punt de partida és una economia nord-americana que, després de superar la fase inflacionista postCOVID i l'etapa presidida per la contundent resposta de política monetària posterior, ha anat perdent embranzida a mesura que l'estalvi acumulat durant la pandèmia s'ha anat evaporant i que els efectes de l'enduriment monetari s'han començat a notar al mercat de treball. Amb uns desequilibris macroeconòmics que continuen sent notables, tant al costat monetari (inflació), malgrat els avanços dels 12 últims mesos, com, sobretot, al vessant fiscal, amb un dèficit públic estructural pròxim al 6% del PIB i amb un deute públic que pot tancar aquesta dècada per damunt del 130% del PIB. Reflectint els efectes dels programes de despesa i d'inversió públiques aprovats des de la pandèmia i el manteniment dels ingressos fiscals en nivells molt baixos per a un país desenvolupat (el 30% del PIB). La necessitat d'un programa de consolidació pressupostària a mitjà termini xoca amb les intencions dels dos candidats, que, sigui pel costat de la despesa social i en transició energètica i infraestructures (Kamala Harris) o pel costat de la baixada d'impostos (Donald Trump), no sembla que estiguin disposats a trencar les actuals inèrcies fiscals. Per tant, la primera conclusió és que la política fiscal continuarà mantenint un to clarament expansiu, independentment del guanyador, la qual cosa augmentarà les ja prou elevades necessitats de finançament del Tresor, que pot pressionar a l'alça els tipus d'interès globals i dificultar el procés de normalització de la política monetària.

Pel costat de l'oferta, les diferències són més substancials. L'enduriment dels controls migratoris en el cas d'una victòria del candidat republicà pot ser un fre per a l'intens augment de la població activa que s'ha produït en els dos últims anys (el +2,4% o 4 milions de persones), el 40% amb origen en treballadors estrangers, la qual cosa ha permès tancar l'enorme bretxa entre l'oferta i la demanda de treball existent al març del 2022 (dues vacants per persona desocupada). Mentrestant, en l'àmbit comercial, Trump augmentarà les barreres comercials independentment que els països afectats siguin aliats (el 10% d'aranzel universal) o no (el 60% mínim per als productes fabricats a la Xina), amb el dubte de si pot haver-hi una mica d'afectació per a l'USMCA, en especial en el cas dels cotxes produïts a Mèxic amb capital xinès. En el cas de Harris, les polítiques d'oferta seran una continuïtat del que s'ha vist en els últims anys: sense canvis apreciables en aranzels, aposta per les energies netes, pel reforçament de les polítiques de competència i per la cerca d'un *de-risking* controlat. Tot l'anterior és el normal en campanya, però, si posem totes les promeses damunt de la taula, el moviment de les corbes d'oferta i demanda ens duria a un punt d'equilibri amb més inflació, però no amb gaire més creixement. Segurament, la realitat serà diferent, i els *bonds* vigilants també poden fer la seva feina, però, com a mínim, hem d'esperar una mica més d'inestabilitat als mercats financers a curt termini. Amb un escenari de risc en què un *Republican sweep* (victòria de Trump i control republicà de les dues cambres) ens pugui dur a una economia més tancada, més desequilibrada i amb un creixement potencial menor, a l'espera dels efectes en productivitat de la IA.

En l'àmbit geopolític, els múltiples fronts bèl·lics oberts, els canvis estructurals en el procés de globalització, la cerca generalitzada d'autonomia estratègica o la pròpia política de defensa poden estar afectats pel resultat de les eleccions. Tenint en compte que, en les relacions amb la Xina, no hi haurà diferències sensibles entre candidats (i, probablement, tampoc gaires en la posició davant el conflicte de l'Orient Mitjà), és en la relació amb Europa, tant en la gestió del conflicte entre Rússia i Ucraïna com en el paper que jugaran els EUA a l'OTAN en el futur, on el resultat de les eleccions no serà indiferent. En definitiva, com recentment ens recordava Adam Tooze, en un moment en què la vella política econòmica nord-americana no acaba de morir, els propers quatre anys marcaran el perfil de la nova, la qual cosa fa encara més important el resultat d'aquests comicis electorals.

José Ramón Díez
Octubre de 2024

Cronologia

SETEMBRE 2024

- 12 El BCE retalla els tipus d'interès 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,50% i el *refi* en el 3,65%.
- 18 La Fed retalla els tipus d'interès 50 p. b. fins a l'interval del 4,75%-5,00%, després d'haver-los apujat 500 p. b. des del març del 2022.

JULIOL 2024

- 26 Arrenquen els Jocs Olímpics a París.
- 31 El Banc del Japó puja 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-.

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).

Agenda

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).

NOVEMBRE 2024

- 4 Portugal: deute públic (3T).
- 5 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
- 6 Portugal: ocupació (3T).
- 6-7 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 7 Espanya: producció industrial (setembre).
- 8 Espanya: ràting Fitch.
- 13 Portugal: cost laboral (3T).
- 14 Japó: PIB (3T).
- 15 Portugal: ràting Moody's.
- 19 Portugal: balança de pagaments (setembre).
- 22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 28 Portugal: crèdits i dipòsits (octubre).
Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 29 Espanya: ràting DBRS.
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (novembre).

Les cinc claus del dinamisme econòmic a Espanya

L'economia espanyola ha demostrat una notable resiliència en un entorn global desafiador. Malgrat la crisi energètica, les interrupcions en la cadena global de subministrament, el xoc inflacionari i l'enduriment monetari subsegüent, el PIB espanyol se situa àmpliament per damunt dels nivells previs a la pandèmia. Segons les últimes estimacions de l'INE, en el 2T 2024, el PIB es trobava un 5,7% per damunt dels nivells pre-pandèmics. En canvi, l'increment del PIB de la zona de l'euro ha estat més modest, amb un avanç del 3,9%.

Les dades més recents continuen mostrant una economia dinàmica. En el 2T 2024, el PIB va tornar a superar les expectatives i va registrar un creixement trimestral del 0,8%, clarament superior al 0,2% del conjunt de la zona de l'euro. A més a més, les perspectives continuen sent prometedores, amb un ampli marge per continuar creixent. La bretxa del PIB espanyol amb la trajectòria pre-pandèmica és substancial, aproximadament del 6%. Hi ha cinc factors que conviden a pensar que aquest *gap* s'anirà tancant gràcies a un creixement que, probablement, continuarà sent superior a la mitjana històrica del 2,0%.

En primer lloc, destaca la sòlida salut financera del conjunt de les llars. A nivell agregat, el nivell de deute és baix, ja que s'ha situat en el 45% del PIB, en contrast amb el 81% assolit el 2012 o amb el 52% actual de la zona de l'euro. La taxa d'estalvi, que s'ha situat en el 13,4% de la renda disponible bruta, molt per damunt de la mitjana històrica del 8,6%, també ha enfortit els balanços de les llars. Finalment, la riquesa financera neta de les llars assoleix el 232% de la renda disponible bruta. Així, el punt de partida perquè el consum continuï creixent de manera dinàmica en els propers anys és favorable. De fet, és probable que acceleri una mica el pas a mesura que la inflació i que els tipus d'interès es normalitzin.

El segon punt fort de l'economia espanyola és la seva diversificada base exportadora, que enforteix la resiliència econòmica. Les exportacions, tant en termes de productes com de països, estan més diversificades que en cicles anteriors, i cada vegada són més les empreses que exporten. En l'última dècada, el nombre d'exportadors regulars ha augmentat gairebé un 30%. Tot això ha donat un impuls important a les exportacions espanyoles, que ara representen el 38% del PIB, en relació amb el 26% del 2013. El seu comportament ha estat especialment dinàmic en els últims anys, ja que s'han situat un 10,9% per damunt dels nivells del 2019 en termes reals, impulsades per les exportacions de serveis, que es troben ja un 35,0% per damunt dels registres previs a la pandèmia. Tot això ha ajudat a mantenir superàvits significatius en el compte corrent i a reduir el

deute extern, amb la posició d'inversió internacional neta (PIIN) situant-se en el 47% del PIB, en comparació amb el 86% del 2020.

En tercer lloc, i no per això menys important, destaca la diversificació sectorial de l'economia espanyola, impulsada, en part, pel desplegament dels fons europeus NGEU. El turisme continua sent un motor significatiu del creixement econòmic. CaixaBank Research estima que el PIB turístic tancarà el 2024 un 11,5% per damunt dels nivells del 2019. Però també destaquen altres sectors: informació i comunicacions es troba un 23,4% per damunt del 4T 2019; activitats immobiliàries, un 15,9%; activitats professionals, un 15,6%, i la indústria manufacturera, un 10,2%. En el context internacional actual, amb una elevada incertesa i amb xocs sectorials a diferents països, la diversificació sectorial és un actiu que cal preservar. De fet, de cara als propers anys, a mesura que els tipus d'interès es vagin normalitzant, és probable que la inversió empresarial guanyi dinamisme i consolidi el teixit productiu del país.

Finalment, hi ha dos factors addicionals que, en el cicle actual, han entrat en escena de manera inesperada i que també estan jugant un paper destacat: el creixement demogràfic i la diversificació del *mix* energètic. En els dos últims anys, la població ha augmentat una mica per damunt de l'1% anual, a causa, en gran part, de l'arribada d'un milió de persones nascudes a l'estranger. Aquest corrent ha incrementat i ha rejuenit la força laboral, i les projeccions indiquen que, en els propers anys, la població continuarà creixent a un ritme similar. D'altra banda, destaca la diversificació del *mix* energètic, amb una importància creixent de les energies renovables en la producció d'electricitat. El 2023, les renovables van representar el 50% de la producció, un augment de 13 p. p. des del 2019. Això redueix la dependència energètica, millora la seguretat del subministrament i permet que els sectors més intensius en energia, com la indústria manufacturera, guanyin competitivitat.

En aquest context, CaixaBank Research ha millorat les previsions de creixement per a l'economia espanyola. De cara al 2024, el creixement esperat del PIB se situa ara en el 2,8%, 0,4 p. p. per damunt de la previsió anterior. Per als propers anys, s'espera que el ritme d'avanç continuï sent dinàmic, amb un creixement superior al 2,0%, impulsat per un major protagonisme de la demanda interna i, en especial, del consum de les llars i de la inversió.

Oriol Aspachs

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	4,50	3,25
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,25	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,20
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,21
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,21
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,14
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,80	2,06
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
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	2,62	2,53
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
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	1,12	1,13
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	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	68,1	65,0

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	3,3	3,1	3,3
Països desenvolupats	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estats Units	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Zona de l'euro	2,3	0,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,3
Alemanya	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
França	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Itàlia	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,1
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Espanya	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	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	1,1	1,0
Països emergents i en desenvolupament	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,0
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	2,5	1,8
Mèxic	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	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	5,7	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	2,9	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
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	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	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	2,6	2,3
Països emergents i en desenvolupament	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,1	1,4
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	6,6	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	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consum de les AP	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formació bruta de capital fix	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Béns d'equipament	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construcció	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importació de béns i serveis	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
Producte interior brut	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Altres variables							
Ocupació	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costos laborals unitaris	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-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	1,6	1,9
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	2,4	6,0
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	1,7	2,5
Exportació de béns i serveis	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,7	4,6
Importació de béns i serveis	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,8	5,2
Producte interior brut	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	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

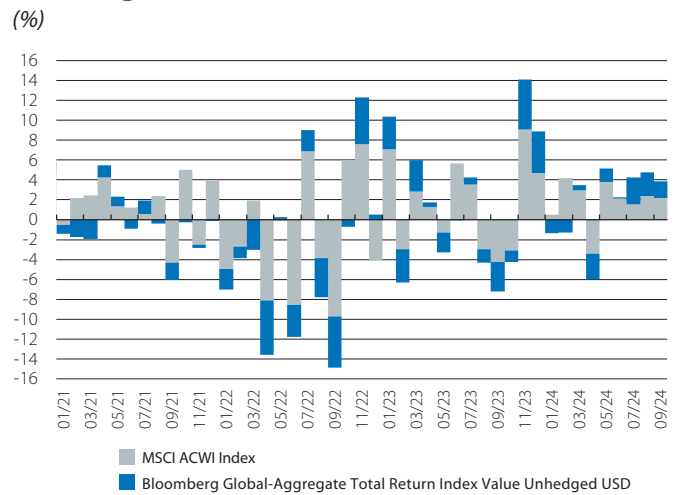
Diversos vents de cua suporten l'apetència pel risc inversor al setembre

Setembre va tancar un 3T de guanys generalitzats als mercats. Al llarg del mes, els inversors es van acabar de treure de sobre la intensa i sobtada correcció del començament d'agost, gràcies a diversos vents de cua que van permetre guanys generalitzats a la majoria dels mercats i actius (el setembre va ser el cinquè mes consecutiu de guanys simultanis en renda variable i en renda fixa global). El primer suport va ser la senda de baixades de tipus en què, després de retallar la Fed 50 p. b. al setembre, es van situar, definitivament, la gran majoria de bancs centrals dels mercats desenvolupats, en un context en què, a les dues bandes de l'Atlàntic, la desinflació progressa i els mercats laborals es mostren encara resilients, atesa l'avançada fase del cicle. El segon suport ha estat la caiguda en el preu del cru al llarg del setembre, causada tant per la feble demanda xinesa com per una Aràbia Saudita que estaria considerant un canvi d'estratègia i augmentar la producció per guanyar quota de mercat a partir del desembre. La intensificació de les tensions a l'Orient Mitjà, però, va revertir aquesta tendència i es va convertir en un vent de cara per al mercat al començament d'octubre. Finalment, el gran estímul monetari i fiscal de les autoritats xineses va representar un fort impuls tant per a la renda variable del país (que acumulava un dels pitjors funcionaments al llarg de l'any) com de la de les geografies més exposades, com la zona de l'euro o Austràlia.

Les retallades dels bancs centrals van prolongar les caigudes dels tipus monetaris. La rebaixa de la Fed dels tipus d'interès en 50 p. b. a la reunió del setembre, quan, a més a més, va confirmar el canvi de focus dels riscos inflacionistes cap al sosteniment del mercat laboral, va augmentar les expectatives dels inversors de ràpides i contundents baixades de tipus per part dels principals bancs centrals i va induir una forta caiguda dels tipus del mercat monetari. Per al BCE, els implícits d'aquest mercat van passar de descomptar a l'agost un tipus *depo* en el 2% en el 1T 2026 a esperar, al final de setembre, que el *depo* arribaria a l'1,75% ja al setembre del 2025. En el cas de la Fed, l'ajust va ser similar en magnitud, i es va passar de descomptar un nivell d'arribada del 3% al final d'agost a un del 2,75% al final de setembre, tot i que aquest es dilatava més en el temps. Aquests nivells d'arribada dels tipus d'intervenció se situarien per sota dels que el consens d'analistes estima actualment com a nivells neutrals. La situació, però, és volàtil, i el dinamisme inusitat del mercat laboral nord-americà al setembre va propiciar una nova revisió de les expectatives.

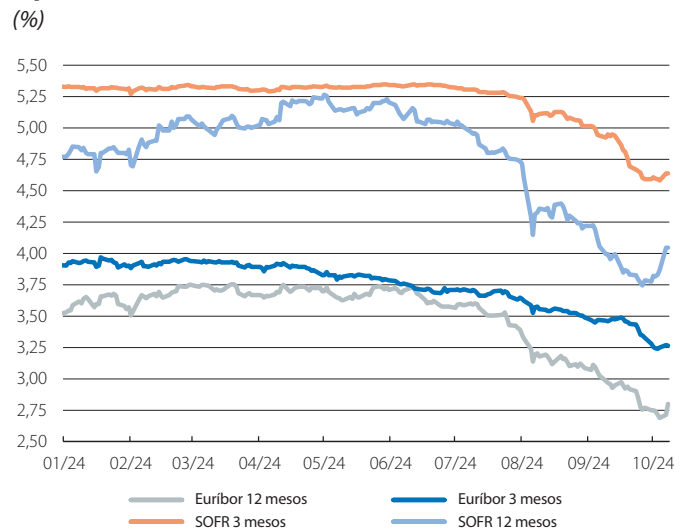
Caigudes en la rendibilitat del deute sobirà i positivació dels pendents. La rendibilitat del deute sobirà també va caure al setembre de forma generalitzada a les dues bandes de l'Atlàntic (tot i que van fer-ho més intensament les referències a més curt termini i amb una positivació dels pendents de les corbes) per tancar un trimestre de guanys inversors. A la zona de l'euro, va ser ressenyable l'ampliació de la prima de risc francesa, en un context de reducció dels diferencials perifèrics. El mal funcionament del deute francès va tenir lloc en un mes de transició política, durant el qual el nou Govern va reconèixer de forma paulatina la magnitud del problema fiscal. Això, unit a diferents rumors i a notícies sobre les retallades i sobre les reformes per neutralitzar el dèficit –que, segons el ministre de Finances, podria superar el 6% del PIB–, va

Funcionament mensual en renda fixa i en renda variable global



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

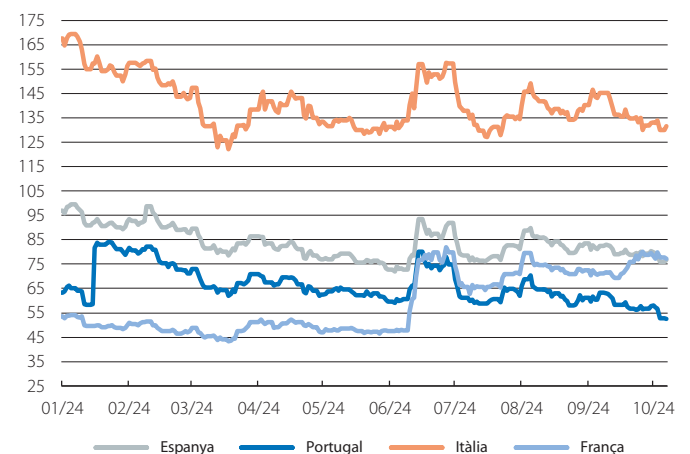
Tipus d'interès interbancaris



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

Primes de risc perifèriques de la zona de l'euro

Diferència en la rendibilitat del deute sobirà a 10 anys amb la referència alemanya (p. b.)



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

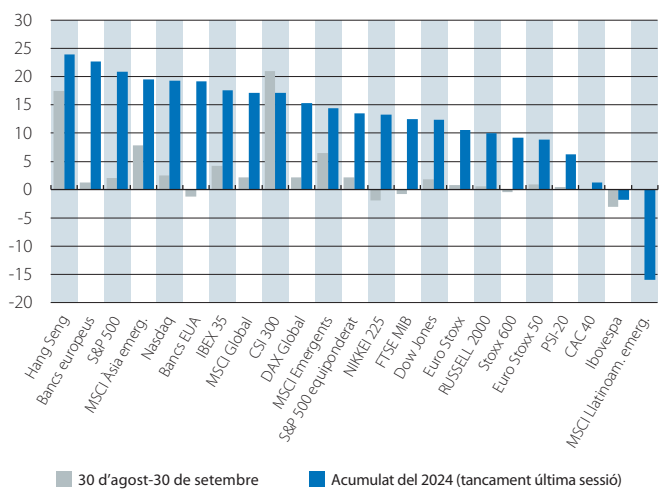
comportar que la prima de risc francesa s'arribés a situar lleugerament per damunt de l'espanyola per primera vegada des del 2007.

Fortes pujades a la majoria de les borses mundials. Les borses van ser impulsades tant per la caiguda dels tipus sense risc com per les mesures d'estímul monetari i fiscal anunciades per les autoritats xineses, de suport al sector immobiliari i per a una recuperació econòmica general. L'anunci de les mesures va comportar forts guanys als principals índexs del país i de Hong Kong, que, en l'acumulat de l'any fins al setembre, mostraven un dels pitjors funcionaments del món. Les borses europees, amb un gran percentatge de companyies molt exposades a la Xina (en particular les del sector del luxe, molt nombroses a Europa), també es van veure afavorides i van acumular guanys en el mes. Entre els índexs europeus, va destacar l'avanç de l'IBEX 35, gràcies a les companyies exposades al sector turístic i a altres de caràcter més cíclic, impulsades pel dinamisme de l'economia espanyola. Finalment, els índexs nord-americans també van tancar el mes i el trimestre amb guanys. L'S&P 500 va assolir màxims històrics, impulsat, una vegada més, per les companyies tecnològiques més exposades a la intel·ligència artificial.

Un dòlar feble per les caigudes de tipus i pel risc polític als EUA. Per tercer mes consecutiu, la divisa nord-americana va tancar el setembre amb una depreciació generalitzada enfront de les principals divises, en especial el ien, el iuan i el dòlar australià, així com enfront de l'euro, tot i que amb menys intensitat. El dòlar es va mostrar molt sensible als moviments del mercat monetari que descomptaven baixades de tipus de la Fed ràpides i agressives. A més a més, una part de la seva feblesa també va semblar imputable a les vendes prèvies a les eleccions del novembre, l'impacte de les quals sobre la divisa és molt incert en qualsevol escenari possible. D'altra banda, el repunt del risc geopolític a l'Orient Mitjà va apreciar amb força el dòlar al començament d'octubre, en actuar com a actiu refugi. Enfront de la resta de divises, el ien va prolongar al setembre l'apreciació dels tres últims mesos, gràcies a un Banc del Japó que va oferir, durant tot el mes, certes possibilitats de noves pujades de tipus. D'altra banda, el iuan va capitalitzar la pujada generalitzada dels actius financers xinesos causada per les mesures d'estímul, les quals també van afavorir l'apreciació del dòlar australià, impulsat per l'alça en el preu dels metalls arran de l'expectativa d'una major demanda xinesa.

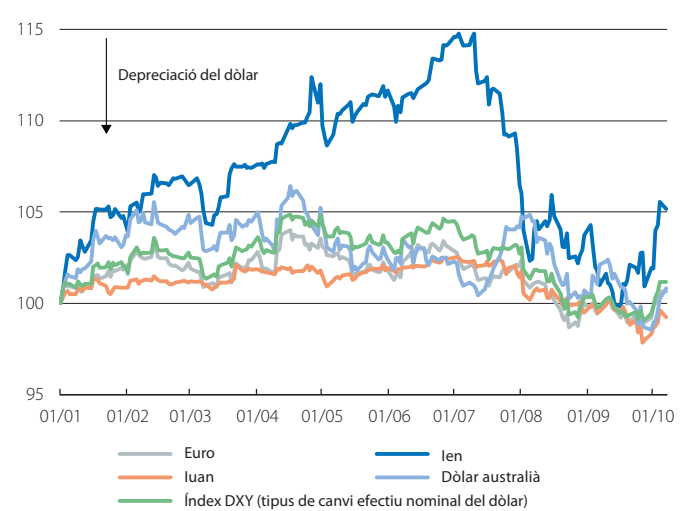
Després d'un estiu de caigudes, les tensions a l'Orient Mitjà fan repuntar el preu del cru. El petroli va tancar al setembre un estiu de caigudes de preus, llastat, al llarg del mes, per les notícies que l'Aràbia Saudita s'estaria preparant per canviar la seva estratègia comercial i passaria d'acomodar la producció per assolir els 100 dòlars per barril a buscar, a partir del desembre, un augment de la producció de l'OPEP+ que li permeti guanyar quota de mercat. El preu del petroli, que no es va veure pressionat a l'alça al setembre ni per l'estímul xinès (que hauria d'incrementar la demanda) ni per la intensificació de les tensions bèl·liques a l'Orient Mitjà, va patir un fort repunt per aquest últim factor en la primera setmana d'octubre, davant el major risc d'una escalada entre l'Iran i Israel. Els metalls industrials, d'altra banda, van capitalitzar les mesures d'estímul xineses i l'esperat augment de la demanda i van tancar un mes de guanys. Finalment, els futurs sobre els aliments van patir una forta pujada, en particular el sucre i els cereals, a causa d'esdeveniments meteorològics extrems en diversos grans productors, com el Brasil.

Funcionament dels principals índexs borsaris



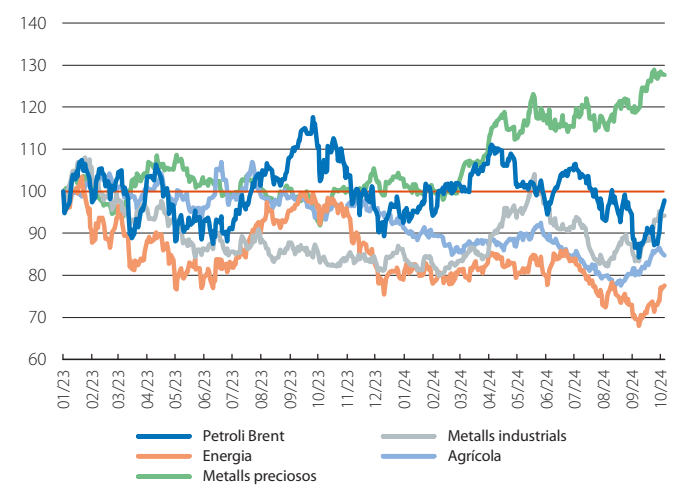
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució de les divises seleccionades enfront del dòlar



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

Evolució del preu de les primeres matèries



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

Energia: revisió de l'escenari en temps revolts

Des del mes de juliol, els preus de les primeres matèries han mostrat un descens notable,¹ motivat per l'ajust a la baixa de les expectatives de creixement global. Aquí, però, cal fer un esment especial al cru tipus Brent, amb el preu del barril sotmès a un notable repunt de la volatilitat. La combinació del temor a una menor demanda mundial d'energia i un context d'incertesa sobre el grau de la flexibilització monetària als EUA va desencadenar una onada de vendes, que van dur el preu del barril dels 87 als 69 dòlars, mínim en tres anys.

Atès aquest deteriorament de les expectatives de creixement de la demanda de cru, amb dubtes sobre la capacitat d'ajust de l'oferta al nou escenari, hem considerat oportú revisar el nostre escenari central dels preus de l'energia, fins i tot sent conscients de la dificultat d'incorporar l'incert escenari geopolític a les previsions.

L'oferta de cru creixerà més ràpid que la seva demanda

Les expectatives posades en l'impuls de la Xina en la demanda de cru es van esvaïr després de la confirmació de l'alentiment del creixement de la seva economia en el 2T 2024 (el PIB va avançar el 4,7% interanual en el 2T des del 5,1% del 1T). Aquesta dada va posar l'accent en el substancial deteriorament del consum de cru que s'està produint al país, que, fins a l'agost del 2024, acumula una caiguda del 9% en relació amb el nivell màxim assolit al setembre de l'any passat. Sota la consideració que la Xina és el segon major consumidor de cru del món (amb 16,7 milions de barrils diaris [b/d] el 2023), només per darrere dels EUA, i el primer importador net, aquesta caiguda va alimentar els dubtes sobre el ritme de creixement de la demanda global de petroli a curt termini. Segons aquesta dada,² i ateses les limitades esperances que la zona de l'euro o els EUA incrementin el ritme de la seva activitat industrial en els propers mesos, els principals organismes internacionals de l'energia³ han revisat a la baixa el creixement estimat per a la demanda de cru per a enguany i per l'any vinent. De mitjana, preveuen que la demanda creixerà el 2024 al voltant de 103,4 milions de b/d, prop de 200.000 b/d menys del que es preveia al febrer.

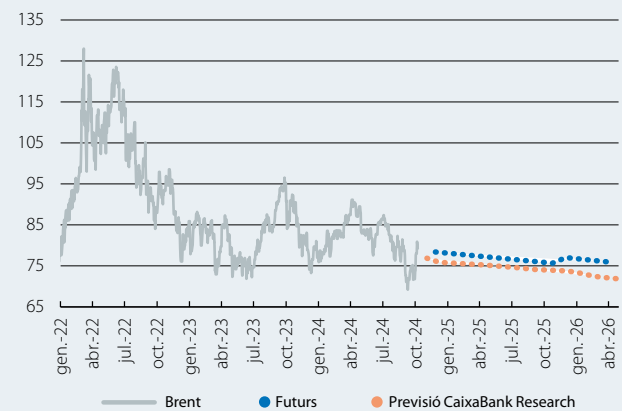
Considerem que les mesures recents de política econòmica expansiva adoptades per les autoritats xineses al final de setembre,⁴ així com el potencial vent de cua que representen les retallades de les taxes d'interès a les economies

1. L'índex S&P GSCI de primeres matèries va recular el 8,8% entre l'1 de juliol i el 30 de setembre.

2. Vegeu «China's slowdown is weighing on the outlook for global oil demand growth», IEA, setembre del 2024.

3. OPEP, IEA (International Energy Agency) i EIA (US Energy Information Administration).

Preu del petroli Brent (Dòlar/barril)



Nota: Dades a 8 d'octubre.

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

avançades, podrien tenir un impacte positiu sobre la demanda de petroli, però no prou per dinamitzar-ne el ritme de creixement a curt termini.

A l'altra cara de la moneda, l'oferta de petroli a nivell mundial es presenta sòlida. La producció de l'OPEP i els seus aliats (en l'actualitat, 31,9 milions de b/d), limitada des de fa gairebé dos anys per acords interns i per retallades voluntàries, amb la finalitat de mantenir el preu del barril per damunt dels 80 dòlars, fa pensar que s'anirà incrementant de manera gradual al llarg del 2025.⁵ L'oferta total es podria veure incrementada davant la possibilitat que l'Àràbia Saudita es decanti per intentar mantenir la seva quota de mercat actual en lloc de perseguir un nivell de preus elevats. Addicionalment, segons les estimacions de la IEA, la producció dels països no pertanyents a l'OPEP (els EUA, el Canadà, el Brasil i la Guyana, entre d'altres), que, en els vuit últims mesos, ha crescut el 3%, fins als 70,9 milions de b/d, es podria continuar incrementant en uns altres 1,5 milions de b/d el 2025. Així i tot, creiem que el mercat de petroli podria començar a presentar senyals d'excés d'oferta al voltant del proper estiu, aspecte que afavoriria el relaxament dels preus. Es dona la circumstància que aquest augment de l'oferta també s'ha descomptat en l'estructura de la corba de futurs del cru, amb la reducció dels diferencials de preus entre els venciments a més curt termini.

4. L'últim paquet de mesures aprovat se centra, sobretot, en noves mesures de relaxament monetari, i, en el moment d'escriure aquest article, es desconeixen encara els detalls del paquet d'estímul fiscal anunciat. A més a més, considerem que el seu impacte sobre la demanda de primeres matèries i, en concret, sobre el petroli serà modest i temporal, llevat que s'anuncii un pla exclusiu per al desenvolupament d'infraestructures (sector intensiu en l'ús de *commodities*).

5. Segons l'OPEP, a partir del desembre d'enguany i durant els 12 propers mesos, les retallades s'aniran desfent d'acord amb un increment de la producció al ritme de 180.000 b/d al mes.

Tenint en compte tots aquests aspectes, hem decidit rebaixar les previsions del preu del barril de Brent, desactualitzades davant aquest nou context, fins a la mitjana de 80,4 dòlars per al 2024 (76 dòlars al desembre) i de 74,7 dòlars per al 2025 (73,5 dòlars al desembre del 2025).

No obstant això, aquestes previsions estan subjectes a una incertesa elevada, atès l'augment dels riscos geopolítics en les últimes setmanes. La intensificació del conflicte entre Israel i Hezbollah ha despertat el temor al fet que ens trobem en l'inici d'una guerra més àmplia a la regió i en la qual participin més països, entre ells l'Iran.⁶ Atesa aquesta circumstància, la guerra entre Israel i l'Iran afectaria de forma directa l'oferta de cru i els canals de distribució, i el preu del barril repuntaria de manera considerable i podria assolir, fins i tot, de manera puntual, els 100 dòlars.

L'estabilitat s'imposa en el gas natural

En el cas del gas natural, des de l'estiu, el preu del TTF holandès (referència utilitzada majoritàriament al mercat europeu) ha estat sotmès a pressions alcistes derivades de l'augment de la demanda asiàtica i de les traves temporals a l'oferta de gas d'alguns dels principals proveïdors (com Austràlia o Noruega), que han empès el preu cap a la zona dels 40 euros/MWh. No obstant això, aspectes com una climatologia suau a l'hemisferi nord i com l'elevat percentatge de reserves estratègiques de gas natural de la UE⁷ han limitat l'escalada dels preus.

De cara als propers trimestres, creiem que la demanda de gas natural al Vell Continent continuarà força feble. L'auge de l'ús d'energies renovables i nuclear, les mesures d'eficiència energètica, les temperatures més suaus i l'apatia de la indústria a bona part dels països s'han traduït en un descens a la UE⁸ del 3,2% interanual del consum de gas natural en el 1S d'enguany i del -11% de les importacions de gas natural liquat (GNL). Sobre la base del nostre escenari de creixement econòmic per a la zona de l'euro,⁹ estimem que aquestes dinàmiques en la demanda de gas es mantindran vigents durant una gran part del que falta per acabar l'any i al llarg de l'any vinent

Pel que fa a l'oferta de gas natural, preveiem que es mantindrà força sanejada. D'una banda, el total de GNL emmagatzemat en vaixells s'ha situat per damunt de la mitjana dels cinc últims anys des de l'inici d'enguany, de manera

6. Atesa la producció de cru, l'Iran és el tercer país productor de l'OPEP (el 12,2% del total) i el cinquè a nivell mundial (el 4,8% del total). A més a més, controla el pas per l'estret d'Ormuz, per on transiten diàriament 21 milions de barrils, la cinquena part del consum mundial de cru i de derivats.

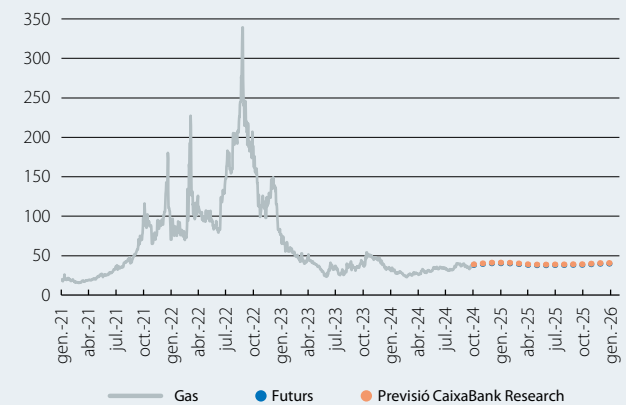
7. Les reserves estratègiques de la UE se situaven en el 94% al final de setembre.

8. Segons les dades de l'European [LNG Tracker](#) (actualització del 24 de setembre), IEEFA.

9. Vegeu el Focus «Deteriorament modest de les expectatives de creixement per a l'economia internacional», en aquest mateix *Informe Mensual*.

Preu del gas natural

(Euros/MWh)



Notes: TTF, preu del gas natural de referència a Europa. Dades a 8 d'octubre.

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

que el subministrament està assegurat a curt termini. De l'altra, s'estima que la capacitat d'exportació de GNL dels EUA i de Qatar s'incrementarà de forma notable en els propers trimestres (més de 30.000 milions de metres cúbics en el 4T 2024 als EUA) i que, abans que acabi l'any, les terminals d'Austràlia haurien de tornar a estar plenament operatives. Tots aquests factors haurien d'ajudar, a partir del gener del 2025,¹⁰ a compensar la reducció potencial dels fluxos de gas natural que arriben a Europa des de Rússia per via terrestre.

Així i tot, revisem el nostre escenari de preus a l'alça i estimem que l'escenari dels preus del gas es mantindrà entre els 37 i els 42 euros/MWh en el 4T 2024 i al voltant dels 40 euros/MWh durant una gran part del 2025.

Com a conclusió, i llevat que les tensions a l'Orient Mitjà es continuïn agreujant i acabin afectant el flux comercial en el seu pas per l'estret d'Ormuz, els nivells de preus del cru que estimem haurien de servir de palanca per a l'impuls del creixement global i haurien d'afavorir que la inflació s'aproximi als objectius dels bancs centrals, la qual cosa hauria d'incrementar la probabilitat d'un aterratge suau de les seves economies.

Beatriz Villafranca

10. El 31 de desembre del 2024, venç l'acord quinquennal de trànsit de gas natural de Rússia a Europa, que passa per Ucraïna (el seu transport és per via terrestre i representa prop del 4,5% del gas natural que es consumeix a Europa). La negativa d'Ucraïna a renovar l'acord comportaria el desviament dels fluxos per Turquia i per l'Azerbaidjan, amb el risc d'incrementar els costos i el volum de metres cúbics en trànsit.

Tipus d'interès (%)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,65	4,25	-60	-85,0	-85,0
Euríbor 3 mesos	3,28	3,49	-21	-63,0	-68,5
Euríbor 12 mesos	2,75	3,09	-34	-76,6	-146,1
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,47	2,83	-36	-79,4	-122,2
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,07	2,39	-32	-33,6	-114,2
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,12	2,30	-18	9,9	-84,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	2,93	3,13	-21	-6,7	-114,4
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,70	2,91	-21	4,5	-101,0
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,00	5,50	-50	-50,0	-50,0
SOFR 3 mesos	4,59	5,02	-42	-73,9	-82,2
Deute públic a 1 any	4,00	4,40	-40	-76,0	-147,8
Deute públic a 2 anys	3,64	3,92	-28	-60,9	-150,9
Deute públic a 10 anys	3,78	3,90	-12	-9,8	-101,5

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	59	52	6	0,3	-24,4
Itraxx Financer Sènior	67	60	7	0,1	-31,5
Itraxx Financer Subordinat	121	107	13	-2,1	-61,2

Tipus de canvi

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,114	1,105	0,8	0,9	6,4
EUR/JPY (iens per euro)	159,940	161,490	-1,0	2,7	2,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,833	0,841	-1,1	-4,0	-3,9
USD/JPY (iens per dòlar)	143,630	146,170	-1,7	1,8	-3,6

Primeres matèries

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	540,3	536,4	0,7	5,9	-1,4
Brent (\$/barril)	71,8	78,8	-8,9	-6,8	-21,1
Or (\$/unça)	2.634,6	2.503,4	5,2	27,7	44,5

Renda variable

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.762,5	5.648,4	2,0	20,8	36,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	5.000,5	4.958,0	0,9	10,6	22,1
Ibex 35 (Espanya)	11.877,3	11.401,9	4,2	17,6	29,6
PSI 20 (Portugal)	6.792,9	6.760,2	0,5	6,2	15,2
Nikkei 225 (Japó)	37.919,6	38.647,8	-1,9	13,3	21,4
MSCI emergents	1.170,9	1.099,9	6,4	14,4	24,7

Vents de canvi en l'economia internacional

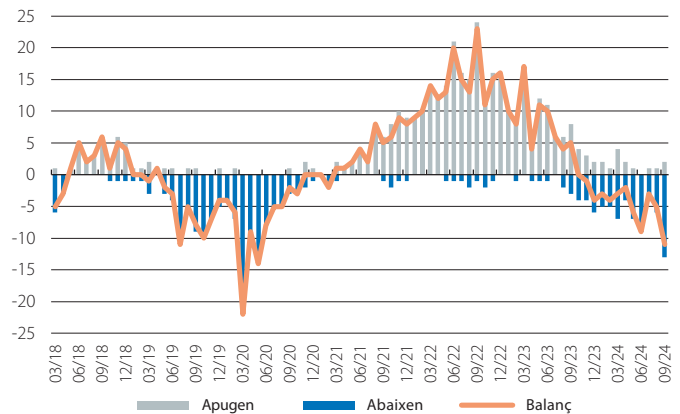
Ensopegada temporal o canvi de fase? L'economia mundial va tancar el 1S de l'any amb un creixement del PIB global una mica superior al 3%, un ritme semblant al que venia exhibint, i ho ha aconseguit en un context de condicions monetàries restrictives (per lluitar contra la inflació), alhora que es confirma un comportament dispar de les grans economies internacionals, que va des de la robustesa dels EUA fins a l'atonía de la zona de l'euro, passant per les dificultats de la Xina. Arribada la tardor, aquestes dinàmiques continuen, però amb nous matisos. L'índex PMI compost per a l'economia mundial es va situar al setembre en els 52,0 punts, una xifra que suggereix una certa desacceleració en el creixement global (mitjana del 3T de 52,4 punts vs. mitjana del 2T de 53,0). En paral·lel, les últimes dades d'inflació han estat favorables i donen més confiança a les autoritats monetàries, com les dels EUA i la zona de l'euro, per reduir els tipus d'interès de manera sostinguda. Així i tot, la força d'aquests vents de cua i d'uns mercats laborals sòlids coexisteix amb una pèrdua natural d'impuls cíclic i, en especial, amb un entorn d'elevats riscos geopolítics, una combinació de forces contraposades que marcarà la velocitat de l'escenari en els propers trimestres.

Inflació: bones notícies per començar la tardor. Les baixades de tipus realitzades al setembre per la Fed (-50 p. b., primera retallada del cicle) i pel BCE (-25 p. b., i segona retallada del cicle) van anar acompanyades d'una major confiança en la victòria contra la inflació per part dels dos bancs centrals. I és que, als EUA, la inflació del PCE (referència de la Fed) va baixar fins al 2,2% a l'agost (amb l'índex nucli, que exclou l'energia i els aliments, per sota del 3,0% des del febrer). En la mateixa línia, a la zona de l'euro, la inflació general va arribar a l'1,8% al setembre, per sota de l'objectiu del 2,0% del BCE per primera vegada des del juny del 2021. A més a més, la inflació nucli de la zona de l'euro va disminuir fins al 2,7%, de manera que, d'una banda, marca un mínim de 30 mesos, però, de l'altra, reflecteix també una reducció molt més gradual de les pressions de preus més inercials (com els serveis, que van continuar en cotes del 4%) i recorda que la inflació subjacent encara no ha acabat el camí cap al 2%.

Solidesa de l'activitat als EUA, que es mantenen al capdavant del creixement de les economies avançades. Després d'un avanç notable del PIB del 0,7% intertrimestral en el 2T, els indicadors suggereixen que els EUA van continuar a bon ritme en el 3T. Així, al setembre, l'índex ISM de serveis es va accelerar fins als 54,9 punts, un valor elevat i màxim des del febrer del 2023, que, així i tot, va contrastar amb la feblesa dibuixada pels 47,2 punts de l'ISM manufacturer. Per la seva banda, els indicadors d'ocupació i d'atur del setembre es van mantenir positius en el seu camí cap a un mercat laboral més equilibrat, amb una taxa d'atur que, fins i tot, va caure 0,1 p. p., fins al 4,1%, i amb la creació de 254.000 nous llocs de treball, xifra que supera de nou les

Bancs centrals que apugen o abaixen tipus en el mes

Nombre

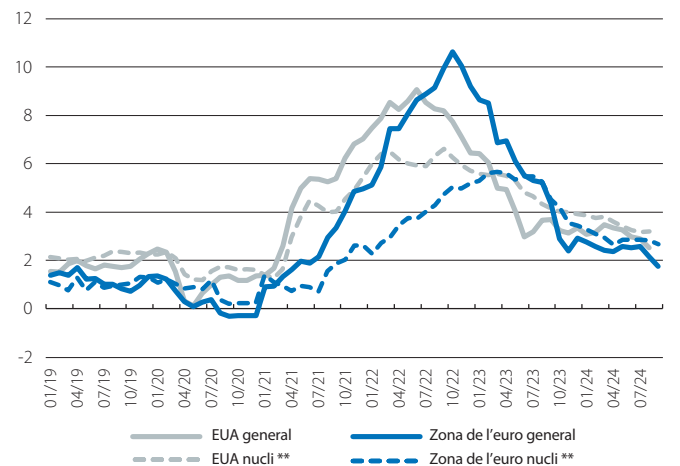


Nota: Mostra de 35 bancs centrals d'Amèrica del Nord, d'Amèrica del Sud, d'Europa, d'Àfrica, d'Àsia i d'Oceania.

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

EUA i zona de l'euro: IPC *

Variació interanual (%)

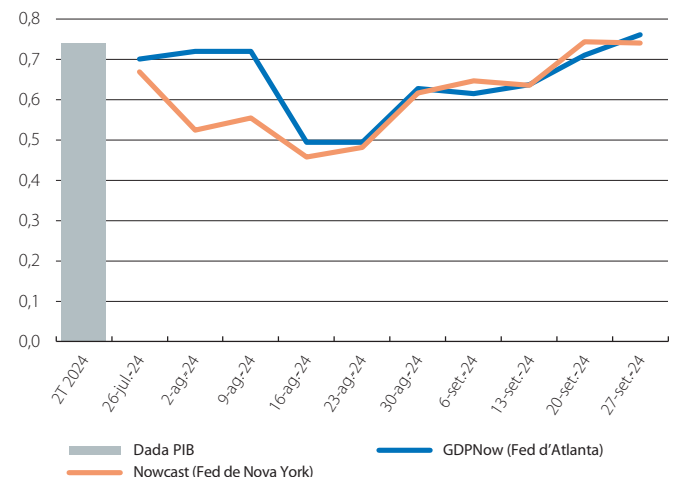


Notes: * IPCH per a la zona de l'euro. ** Nucli exclou l'energia i tots els aliments.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.

EUA: PIB 2T i projeccions 3T 2024

Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, de la Fed d'Atlanta i la Fed de Nova York.

expectatives. Així, els monitors d'activitat suggereixen que el PIB nord-americà ha sostingut un creixement pròxim al 0,7% intertrimestral en els últims mesos.

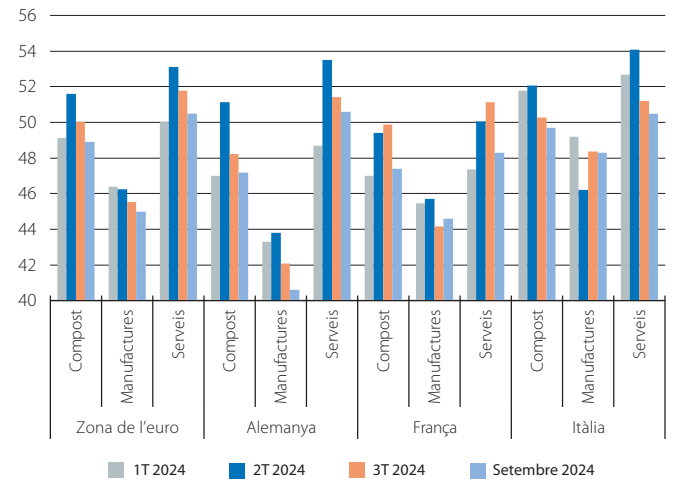
Refredament dispar a la zona de l'euro. Els índexs PMI suggereixen que l'activitat del conjunt de la zona de l'euro ha anat de més a menys en els últims mesos, amb un índex compost que va caure fins als 49,6 punts al setembre (lleugerament per sota dels 50 punts que delimiten el creixement de la contracció) i que es va veure arrossegat per les dificultats de les manufactures (45,0) i per la pèrdua d'embranchada d'uns serveis encara en expansió (51,4 punts, mínim de set mesos). No obstant això, el menor vigor del conjunt de la zona de l'euro presenta situacions molt diverses. A una banda, destaquen les dificultats d'Alemanya (PMI compost en els 47,5 punts al setembre, en contracció durant tot el 3T i que, en els 15 últims mesos, només ha superat la barrera dels 50 punts en tres ocasions). A l'altre, la perifèria manté un to millor, en especial en economies com Espanya. I, al mig, se situen les altres dues grans economies, França i Itàlia, amb un PMI atònic en el conjunt del trimestre (50,3 punts en els dos casos) i on els comptes públics tornen a ser una de les grans preocupacions: el Consell Europeu va posar les dues economies sota un «procediment de dèficit excessiu» al juliol, i, al final de setembre, a França, el nou Govern de Michel Barnier va reconèixer que el dèficit públic pot acabar per damunt del 6% el 2024 (en relació amb el 4,4% previst al començament de l'any).

El Japó i el Regne Unit, en reactivació. Al grup de les grans economies avançades, les realitats diverses van més enllà de la zona de l'euro. També destaquen els casos del Japó i del Regne Unit, que només tenen per darrere Alemanya en termes de recuperació postpandèmica. No obstant això, en els últims mesos, les dues economies han començat a deixar enrere aquesta feblesa. En el 1S 2024, el PIB del Regne Unit va encadenar el 0,7% intertrimestral del 1T amb el 0,5% del 2T (les millors xifres en dos anys), mentre que el Japó va rebotar el 0,7% intertrimestral en el 2T. Així mateix, els indicadors PMI suggereixen que la dinàmica positiva continua al final del 3T, amb un indicador compost en els 52,6 punts al Regne Unit i en els 52,0 al Japó.

La Xina aprova noves mesures d'impuls cíclic, tot i que continua patint febleses estructurals. L'economia xinesa continua sense el dinamisme desitjat per les autoritats, llastada per la crisi immobiliària i per la feblesa de la demanda interna, i amb perspectives de creixement inferiors a l'objectiu oficial («al voltant del 5%» per al 2024). De fet, al setembre, els PMI van tornar a perdre dinamisme, amb un descens de l'índex compost fins als 50,3 punts, molt a la vora de la barrera dels 50 punts, i van deixar la mitjana del 3T (50,1) clarament per sota del 1S (52,9). En aquest context, les autoritats xineses van anunciar un nou estímul cíclic, amb una combinació de mesures de relaxament monetari (el banc central va abaixar 20 p. b. els tipus d'interès i 50 p. b. els tipus hipotecaris i el coeficient de caixa) i de suport al sector immobiliari (amb requisits de liquiditat més baixos per a la compra d'habitatge), a les quals, encara sense l'anunci oficial, tot fa pensar que s'afegirà un paquet d'estímul fiscal.

Zona de l'euro: PMI

Índex

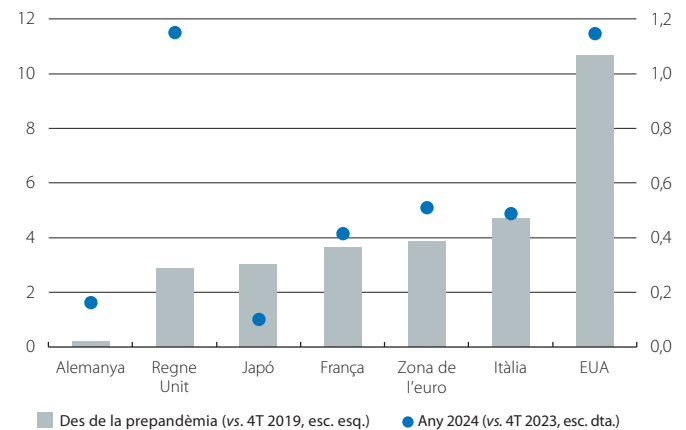


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

Economies avançades: PIB fins al 2T 2024

Variació acumulada (%)

Variació acumulada (%)

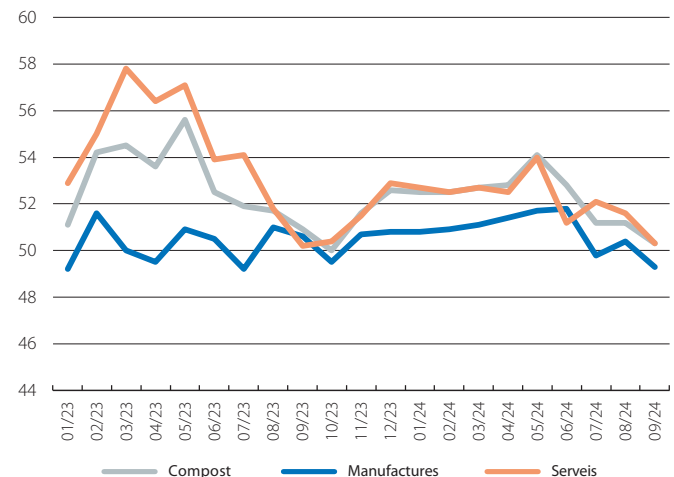


Nota: Volum de PIB a preus constants.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, de l'ONS, del BEA i de l'Oficina del Gabinet del Japó.

Xina: PMI Caixin

Índex



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

Deteriorament modest de les expectatives de creixement per a l'economia internacional

Encarem la recta final de l'any després d'un estiu marcat per la celebració de les Olimpíades a París i per un breu episodi de turbulències financeres, propiciat, en part, pels temors que l'economia nord-americana pogués entrar en recessió. S'ha demostrat que aquests temors han estat una mica exagerats i que l'economia mundial manté la tendència dels últims trimestres, tot i que les perspectives per a l'última part de l'any s'han afeblit. Toca, doncs, reajustar els escenaris econòmics i financers amb tota la nova informació disponible en els últims mesos.

El cru pateix amb una especial intensitat el deteriorament de les expectatives de creixement global

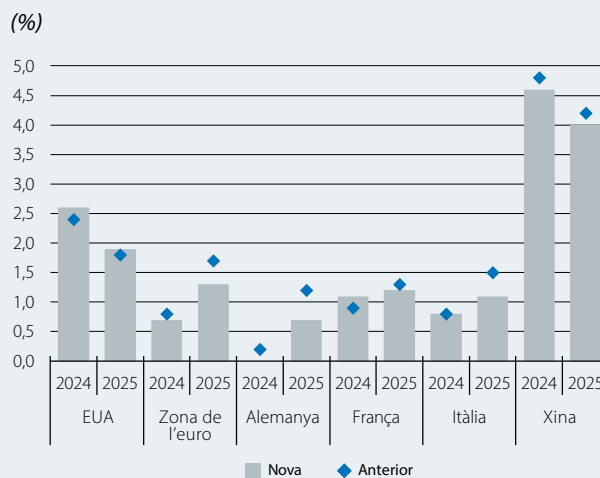
Precisament, aquest refredament de les expectatives de creixement és un dels motius que explica, en els últims mesos, la caiguda en el preu de les principals primeres matèries. Crida especialment l'atenció l'ajust mostrat pels preus de l'energia, que provoca una revisió notable del nostre escenari central per a les seves cotitzacions.¹ Així, per al petroli, situem el 2024 el preu mitjà del barril de Brent en 80,4 dòlars, i en 76 dòlars al desembre, gairebé 7 i 10 dòlars, respectivament, per sota de l'escenari previ a la revisió. De cara al 2025, preveiem un preu mitjà inferior als 75 dòlars, amb el desembre per sota dels 74 dòlars, 7 i 4 dòlars, respectivament, menys que en l'escenari anterior. No obstant això, aquestes previsions estan subjectes a una incertesa elevada per l'augment de la inestabilitat geopolítica a l'Orient Mitjà, tal com ho està posant de manifest l'últim episodi fins a la data: el risc imminent que el conflicte armat s'estengui per la regió ha incrementat el preu del cru més del 5,0% en menys de dues jornades. Pel que fa al preu del gas, s'ha mantingut força estable, gràcies a unes condicions d'oferta i de demanda favorables. No obstant això, el possible impacte de la no renovació, al desembre, d'un acord quinquennal de compra a Rússia, perquè Ucraïna no accepta que el gas es transporti a través del seu territori, aconsella revisar-ne a l'alça el preu. De cara al 2024, el preu mitjà es podria situar en 33,8 euros/kWh, amb el desembre en 40,8 euros/kWh, en relació amb els 30,2 i amb els 35,5 euros/kWh, respectivament, previstos en l'escenari anterior. El 2025, situem el preu mitjà en 39,6 euros/kWh i en 40,6 euros/kWh al desembre, en relació amb els 32,9 i amb els 34,3 euros/kWh, respectivament, de l'escenari anterior.

Als EUA, l'atenció se centra en el mercat de treball, mentre que la inflació passa a un segon pla

La gran sorpresa positiva en el 1S han estat els EUA, amb un creixement de «menys a més»: el 0,3% intertrimestral en el 1T i el 0,7% en el 2T. Precisament, aquesta fortalesa inespe-

1. Vegeu el Focus «Energia: revisió de l'escenari en temps revolts», en aquest mateix Informe Mensual.

Previsions de creixement del PIB



Font: CaixaBank Research.

rada de l'activitat comporta, de forma automàtica, una revisió a l'alça del creixement previst per a enguany i per a l'any vinent, malgrat que, com ja hem anticipat, ens dirigim, en els propers trimestres, a un escenari d'alentiment cap a ritmes de creixement més sostenibles i pròxims al seu potencial (al voltant del 0,5% intertrimestral). D'aquesta manera, revisem a l'alça el creixement estimat el 2024 en 0,2 p. p., fins al 2,6%, i el del 2025 en 0,1 p. p., fins a l'1,9%.

La resiliència del consum de les famílies en el context actual de tipus d'interès elevats ha estat clau. A més a més, les últimes dades de vendes al detall, de despesa de les famílies i de renda disponible fan pensar que el seu impuls es mantindrà a curt termini. No obstant això, ja hi ha evidències que el consum privat començaria a ressentir-se'n: la taxa de morositat dels crèdits al consum ha pujat fins a màxims des del 2011, l'estalvi «extra» acumulat després de la pandèmia s'ha esgotat, la taxa d'estalvi ha caigut i s'ha apropat als mínims de l'última dècada, i la creació d'ocupació ha decebut en els últims mesos.

De fet, des del juny, la creació mensual d'ocupació (una mitjana de 168.000) s'ha situat molt per sota de la mitjana dels dos anys previs (314.000) i la taxa d'atur ha anat pujant de forma gradual i supera el 4,0%, amb una ràtio de vacants d'ocupació que ha caigut amb força des dels màxims del final del 2021 i que ja marca valors pròxims als previs a la pandèmia. A més a més, el Departament de Treball dels EUA va anunciar que la revisió de les xifres d'ocupació no agrícola presentaria, per al període de l'abril del 2023 al març del 2024, un nivell d'ús d'unes 800.000 persones per sota de les xifres actuals.

Mentrestant, la inflació general s'ha comportat millor del que havíem anticipat, tot i que els serveis es resisteixen a caure. Així, retallem la previsió per a la inflació general el 2024 en 0,3 p. p., fins al 2,9%, i la del 2025 en 0,2 p. p., fins

al 2,0%. Per a la inflació nucli, estímem el 3,3% per al 2024 i el 2,4% per al 2025, en relació amb el 3,7% i amb el 2,6% actual, respectivament.

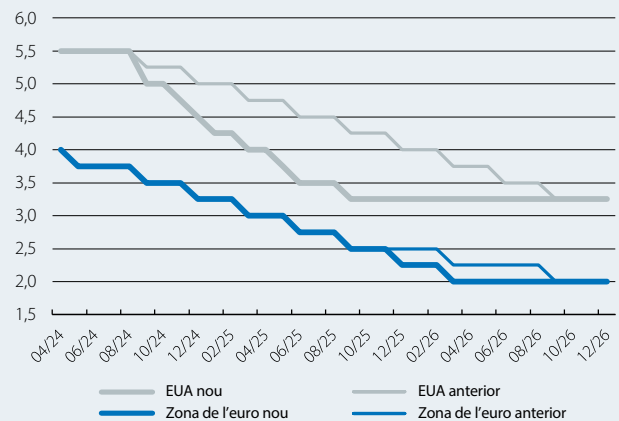
Precisament, la situació del mercat de treball és ara la variable clau per a la Fed, com ja ho va assenyalar Powell a Jackson Hole en reconèixer que havia arribat el moment d'ajustar la política monetària per evitar que el mercat de treball es refredi més, alhora que es va mostrar satisfet amb l'evolució de la inflació. De fet, la primera baixada de tipus al setembre, de 50 p. b., va ser tota una declaració d'intencions i va posar de manifest el compromís de la Fed per evitar un «afebliment no desitjat», la qual cosa ens ha obligat a reconsiderar el nostre escenari de tipus d'interès per plantejar-nos una Fed més agressiva. Així, anticipem dues baixades més de 25 p. b. abans que acabi l'any, per tancar en el 4,5% (el 5,0% en l'escenari anterior). De cara al 2025, esperem cinc retallades de 25 p. b., fins a situar-los, al desembre, en el tipus neutral del 3,25%, de manera que avançaríem a l'any vinent totes les baixades que prèviament havíem esperat per al 2026.

La feblesa d'Alemanya llasta el conjunt de la zona de l'euro

La zona de l'euro s'ha comportat com esperàvem, tot i que l'agregat oculta una notable disparitat per països. És especialment preocupant la feblesa d'Alemanya: amb prou feines ha crescut el 0,1% intertrimestral al llarg de l'any, i l'evolució dels principals indicadors de clima i d'opinió empresarials no permet confiar en un repunt significatiu de l'activitat en el que falta per acabar-lo. A més a més, Alemanya afronta una sèrie de reptes que comprometen la seva capacitat de creixement i de recuperació a mitjà termini: superàvits per compte corrent elevats, inversió pública molt reduïda, irrupció de nous competidors per a la seva històrica indústria automobilística, etc. Per tant, retallem en 0,2 p. p. el creixement previst per al 2024, fins al 0,0%, i reduïm en 0,5 p. p. el del 2025, fins al 0,7%. Pel que fa a Itàlia, tot i que s'ha comportat, fins i tot, una mica millor del que s'esperava, els retards en l'execució dels fons NGEU ens empenyen a ser una mica menys optimistes sobre la seva evolució futura, de manera que mantenim sense canvis, en el 0,8%, el creixement previst per al 2024 i retallem en 0,4 p. p. el del 2025, fins a l'1,1%. Per la seva banda, França accelerarà el seu avanç en el 3T, gràcies a l'impuls generat per la celebració de les Olimpíades a París aquest estiu, el qual, però, serà transitori. Així i tot, gràcies a aquest esdeveniment, incrementem el creixement previst per al 2024 en gairebé 0,2 p. p., fins a l'1,1%, però reduïm en 0,1 p. p., fins a l'1,2%, l'estimació per al 2025. En balanç, la previsió de creixement per a la zona de l'euro es revisa -0,1 p. p. el 2024, fins al 0,7%, i -0,4 p. p. el 2025, fins a l'1,3%.

En aquest context de refredament, la inflació s'està comportant com s'esperava, malgrat que la major resistència a caure de la inflació als serveis incrementa, de forma marginal, les nostres expectatives. Així, apugem 0,1 p. p. la previsió per a la inflació general, tant el 2024 com el 2025, fins al 2,2% i el 2,0%, respectivament. Pel que fa a la inflació nucli,

Expectatives dels tipus d'interès de referència (%)



Font: CaixaBank Research.

apugem 0,2 p. p. i 0,1 p. p. la previsió per al 2024 i el 2025, fins al 2,8% i el 2,2%, respectivament. Així i tot, la convergència de la inflació cap al seu objectiu prosseguirà en els propers mesos.

Aquest escenari de creixement econòmic una mica més feble, amb una inflació que avança cap al seu objectiu, permetria al BCE ser una mica més agressiu en les rebaixes de tipus. En aquest sentit, creiem que, fins al 2026, podria retallar els tipus d'interès en 25 p. b. en sis ocasions, fins arribar al tipus neutral del 2,0% al març del 2026.

La Xina no podrà assolir el seu objectiu de creixement sense estímuls nous i més contundents

El gegant asiàtic també està decebent: el creixement del PIB es va frenar en el 2T 2024 fins al 0,7% intertrimestral (l'1,5% en el 1T 2024), i no sembla factible que l'activitat repunti en els propers trimestres. El sector residencial es reafirma com el gran llast de l'economia, i les mesures d'estímul implementades fins a la data no estan tenint l'efecte desitjat, la qual cosa provoca un deteriorament notable en la confiança dels agents. Aquest major pessimisme també afecta la inversió privada, que es troba estancada, i el consum privat, que no s'acaba d'enlairar, ja que la disposició a estalviar de les famílies es troba prop de màxims. En conseqüència, revisem a la baixa en 0,2 p. p. el creixement previst per al 2024 i el 2025, fins al 4,6% i el 4,0%, respectivament. Per assegurar que s'assoleixi l'objectiu del 5,0%, serien necessàries mesures d'estímul fiscal més contundents que les vigents, tot i que la preocupació per la sostenibilitat del deute és una limitació important (segons l'FMI, superaria el 100% del PIB el 2028). De fet, l'últim paquet de mesures, aprovat el 24 de setembre, se centra, sobretot, en noves mesures de relaxament monetari (tornen a retallar el coeficient de reserves), però no s'ha fet oficial cap mena d'estímul fiscal, més enllà de reconèixer que hauran d'«emetre i usar» bons del Govern per millorar la implementació del «paper impulsor de la inversió governamental».

Rita Sánchez Soliva

Les claus del refredament del mercat laboral nord-americà

No hi ha dubtes que el mercat laboral dels EUA s'està refredant. La Fed ho reconeix i les estadístiques ho confirmen. La taxa d'atur ha augmentat 0,7 p. p. des de l'inici d'enguany i ha assolit el 4,1% al setembre, mentre que la creació d'ocupació s'ha alentit i va tocar mínims, des del 2021, al juliol. En aquest article, analitzarem les causes d'aquests canvis i intentarem respondre una pregunta clau: el refredament que comencem a observar al mercat laboral dels EUA ens ha de preocupar o respon a una normalització després del tensionament postpandèmia? La resposta no és senzilla, però sí té una importància crucial.

Aclariments previs

El Bureau of Labor Statistics (BLS) elabora dos informes d'ocupació que ofereixen diferents mètriques del mercat laboral: l'*Establishment Survey*, basat en enquestes als negocis no agrícoles, i el *Household Survey*, basat en enquestes a les famílies. El primer recull dades de nòmines i proporciona informació sobre les hores treballades, els salaris i la creació de llocs de treball. D'aquí sorgeixen les conegudes *non farm payrolls*, l'estadística més utilitzada per mesurar la creació d'ocupació. D'altra banda, el *Household Survey*, similar a l'EPA que es publica a Espanya, classifica les persones enquestades com ocupades, aturades o inactives i genera, així, la taxa d'atur i la xifra de població activa. Els dos informes tenen les seves limitacions: l'enquesta a les famílies inclou treballadors agrícoles, autònoms i empleats domèstics, però està basada en una mostra més petita. L'*Establishment Survey* comptabilitza el nombre de llocs de treball no agrícola, no els individus amb feina, de manera que pot succeir que es comptabilitzin diverses feines exercides per una mateixa persona. En canvi, el *Household Survey* comptabilitza cada persona només una vegada, independentment de les feines que tingui. Tot i que, el 2024, els dos informes han diferit en el nivell d'ocupació, la tendència que marquen és similar. Aquí utilitzarem les xifres de les enquestes a les famílies, perquè ens ofereixen una visió més àmplia més enllà de les nòmines i de l'ocupació no agrícola.

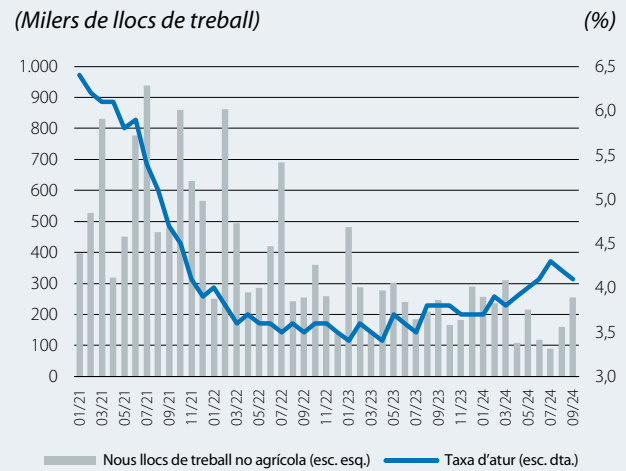
Del tensionament...

El segon gràfic il·lustra clarament els desajustaments del mercat laboral dels EUA des del 2020.¹ La bretxa entre les sèries de demanda i d'oferta serveix com a indicador del tensionament al mercat de treball: quan la demanda supera l'oferta, el mercat està tensionat; quan succeeix el contrari, s'està refredant.

1. Mesurem la demanda com la suma de vacants (de l'informe JOLTS del BLS) i de l'ocupació total del *Household Survey*. Mesurem l'oferta com el nivell de població activa també del *Household Survey* del BLS.

EUA: mercat laboral

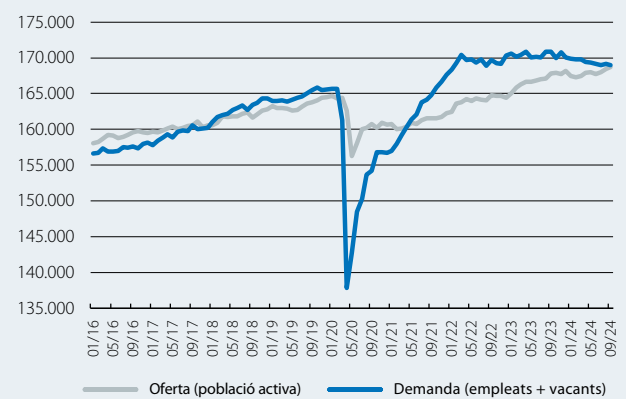
(Milers de llocs de treball)



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

EUA: oferta i demanda al mercat de treball

(Milers de persones)



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

En el pic de la pandèmia, la demanda d'ocupació va caure amb força, i, en menor mesura, també va fer-ho l'oferta, però, després de la reobertura, la demanda es va recuperar ràpidament, mentre que l'oferta va quedar més endarrerida. Això va derivar en un fort tensionament del mercat de treball, que va registrar un excés en la demanda de 6,5 milions de llocs de treball en el pitjor moment de reescalfament al març del 2022. Va haver-hi, llavors, gairebé dues vacants per persona desocupada (la mitjana històrica és de 0,65). Els dos factors que van explicar la feblesa de l'oferta van ser la caiguda de la immigració, pels tancaments de frontera durant la pandèmia, i la reducció de la taxa de participació laboral, conseqüència de l'anomenada Gran Renúncia.²

2. Per a més detalls, vegeu el Focus «Radiografia de la tensió del mercat laboral nord-americà», a l'IM03/2023.

...a l'equilibri...

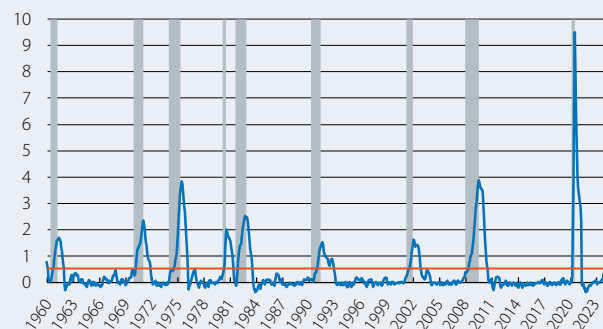
No obstant això, a mesura que l'oferta es recuperava, les tensions al mercat de treball van començar a remetre. Només el 2023, la població activa va créixer el 2%, el doble que la mitjana anual pre-pandèmia, la qual cosa implica un augment de 3,6 milions de persones (el total des del març de 2022 és de 4,3 milions). Això és degut, en part, al final de la Gran Renúncia, un cop es van anar esgotant els estalvis acumulats durant la pandèmia, i al repunt dels fluxos migratoris des del final del 2020. La CBO estima que, entre el 2022 i el 2023, la migració neta al país va ser de gairebé 6 milions de persones, la qual cosa, per any, és més del doble de la mitjana anual d'entrades en la dècada anterior. Malgrat que no tots aquests migrants ingressen de forma immediata al mercat laboral, el 2023, gairebé el 40% del creixement de la població activa va provenir de treballadors estrangers. La caiguda de la demanda de treball del 0,3% (amb prou feines 228.000 ocupacions) va ser insignificant en relació amb el creixement de l'oferta. Aquest augment de l'oferta va ser clau per cobrir les nombroses vacants, i la bretxa d'excés de demanda es va reduir el 70%, fins als 1,9 milions de llocs de treball, amb una taxa d'atur que amb prou feines va pujar, la qual cosa és rellevant, atès el context de tipus d'interès alts en què es trobava l'economia.

...i, ara, al refredament...

El 2024, la bretxa entre l'oferta i la demanda s'ha continuat tancant. No obstant això, aquesta vegada la millora prové més de la caiguda de la demanda que del creixement de l'oferta. En els 12 últims mesos, la població activa ha augmentat el 0,8% i la taxa de participació s'ha mantingut al voltant del 62,7%, mentre que la demanda ha caigut més del 1% interanual, el ritme de caiguda més intens des del 2021. Aquesta caiguda de la demanda és deguda, principalment, a la reducció de les vacants (del 18%), mentre que el nivell d'ocupació s'ha mantingut relativament estable. L'*Establishment Survey* (els *payrolls*) apunta en la mateixa direcció, tot i que suggereix una caiguda més contundent en la creació d'ocupació: el 2024, la mitjana mensual de noves ocupacions ha estat de 184.000, lluny de les 314.000 de mitjana entre el 2022 i el 2023 i per sota de la mitjana pre-pandèmia de 191.000. Les dues estadístiques suggereixen que el mercat laboral està absorbint els nous entrants a un ritme més lent, la qual cosa s'ha reflectit en un augment de la taxa d'atur.

...fins al punt d'indicar una recessió?

Cal preguntar-se si aquest refredament respon a una normalització o és un senyal de recessió. Quan la taxa d'atur va tocar el 4,3% al juliol, es va generar el temor a una recessió econòmica pel senyal de la regla de Sahm. Aquest patró històric suggereix que, quan la taxa d'atur mitjana dels tres últims mesos supera en 0,5 p. p., o més, la mitjana

EUA: indicador de recessió de la regla de Sahm (p. p.)

Nota: Les barres grises denoten una recessió i la línia vermella indica el límit de la regla de Sahm.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Sahm, C. (2019), «Direct stimulus payments to individuals», Brookings Institute, i de la Reserva Federal de St. Louis.

mòbil mínima de tres mesos dels 12 últims mesos, ens trobem a les portes d'una recessió.³ No és una regla exacta, i que, en els últims mesos, la taxa d'atur hagi marcat mínims històrics pot distorsionar el missatge. De fet, Powell la va qualificar de «coincidència estadística» més que de regla, ja que hi ha hagut episodis de «falsos positius», com s'observa al tercer gràfic. Cal una anàlisi més a fons que posi l'indicador dins el context econòmic complet per arribar a una conclusió més precisa.

De fet, altres indicadors suggereixen que el mercat laboral continua mostrant una bona salut i que el refredament obeeix a una normalització. Així, la taxa d'acomiadaments es manté estable al voltant de l'1,0%, sense augmentos significatius, i les sol·licituds de subsidi d'atur tampoc han crescut de manera preocupant. La demanda de feina s'ha desaccelerat, però no ha col·lapsat. A més a més, una taxa d'atur del 4,1% continua sent baixa en termes històrics.

El nostre escenari central assenyalava una moderació del ritme de creixement de l'activitat cap a nivells potencials, però no preveiem una recessió a curt o a mitjà termini. Un alentiment de la demanda d'ocupació entra dins aquesta moderació, però el risc és que es refredi prou per provocar un augment més intens de la taxa d'atur. La Fed ha estat clara en la seva intenció d'evitar aquest escenari, motiu pel qual ha començat a relaxar la política monetària, ha reduït les taxes d'interès en 50 p. b. i ha assenyalat un enfocament més agressiu del que es preveia. Caldrà veure si aquestes mesures seran suficients per mantenir la solidesa del mercat laboral davant els diferents riscos que planen sobre les perspectives econòmiques.

Isabela Lara White

3. Vegeu Sahm, C. (2019), «Direct stimulus payments to individuals», Brookings Institute. kings Institute.

Draghi proposa una política industrial europea com a motor davant els reptes de les properes dècades

Mario Draghi va presentar, el 9 de setembre, el seu esperat informe sobre el futur de l'economia i de la competitivitat de la UE. Aquest nou exercici de propostes estratègiques per a la UE, que complementa l'informe Letta sobre el mercat únic publicat al maig, fa un diagnòstic sever de la situació actual de l'economia europea, proposa una reorientació productiva que desenvolupi la indústria necessària per a la transició ecològica i per a l'autonomia estratègica, i planteja com mobilitzar la inversió necessària per assolir aquest objectiu. L'informe estableix les bases d'una reinindustrialització a Europa, combinant accions horitzontals amb un menú de propostes per a 10 sectors estratègics.

Pel que fa al diagnòstic del problema, l'informe exposa que la bretxa del PIB *per capita* de la UE amb el dels EUA s'ha ampliat en els últims anys a causa de la menor productivitat europea –que també s'explica per un efecte composició, ja que el sector més productiu en les últimes dècades ha estat el tecnològic, amb una menor presència a la UE– i del menor nombre d'hores treballades. A més d'aquest pitjor funcionament econòmic, l'alentiment del comerç de béns i la reconfiguració de les cadenes de valor fan vulnerable l'actual model econòmic de la UE, molt orientat a l'exportació.

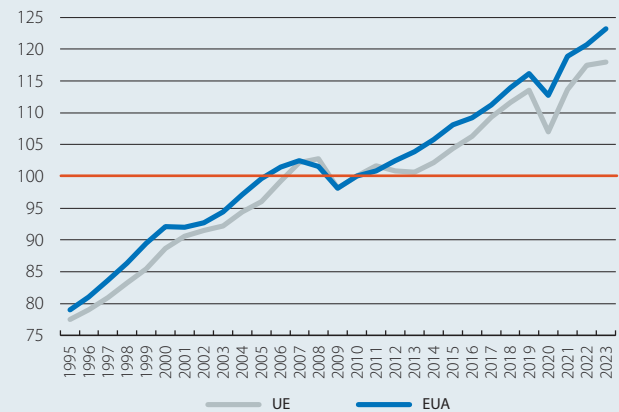
El repte per a la UE és considerable, ja que, si no és capaç d'incrementar la productivitat i el creixement potencial en un context d'envelliment de la població, el seu model social i el benestar dels seus ciutadans es poden veure compromesos. Per a l'informe, una via clau per superar aquest repte és oferir oportunitats per desbloquejar el gran volum d'estalvi que les famílies i la resta dels agents econòmics de la UE han atresorat i canalitzar-lo cap a una major inversió en les activitats més productives per escapar de la situació actual, descrita com un «parany de la tecnologia intermèdia».¹

Draghi planteja un gir copernicà de la UE en aquest procés: desenvolupar una política industrial a nivell europeu. La política industrial, una competència que requeria, fins ara, en els Estats membres, s'ha de convertir, a més a més, en l'eix director de la política econòmica europea, a la qual s'han de supeditar tant la política comercial com la de competència (dos dels principals àmbits competencials de la UE des de la creació del mercat comú). Desenvolupar una política industrial europea ha de facilitar, a més a més, l'assoliment dels dos grans objectius de la UE en les properes dècades: la descarbonització de l'economia i una major autonomia europea, tant econòmica com de seguretat.

1. Descrita com una situació d'escàs dinamisme industrial, de baixa innovació, de baixa inversió i de baix creixement de la productivitat.

UE i EUA: PIB real per capita

Índex (100 = 2010) en PPA



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO).

Tres grans transformacions que necessita l'economia de la UE

El primer eix d'actuació, i vector habilitant de tots els altres, consisteix a augmentar la innovació a Europa, facilitant que les idees que aquí ja estan sorgint no morin tan sovint en el seu camí cap a la comercialització abans d'arribar a implementar-se (per ineficiències del mercat únic o per falta de finançament). Amb aquesta finalitat, algunes de les mesures que es proposen són millorar la coordinació entre els Estats membres de la inversió pública en R+D, adoptar un sistema unitari de patents o millorar l'accés al finançament de les empreses innovadores. Per assolir aquest últim propòsit, és important millorar el mercat de capitals europeu, com s'exposa més endavant, per afavorir el desenvolupament d'entitats més propícies al finançament de la innovació, com el capital de risc. A més a més, a Europa, on la majoria del finançament empresarial es fa per la via bancària, aquest sector té el hàndicap d'afrontar una major càrrega reguladora que els seus homòlegs nord-americans, la qual cosa és no solament un fre addicional per al finançament de la innovació, sinó també per a la seva rendibilitat.

Quant al segon gran objectiu, la descarbonització, Draghi suggereix que la UE ha de reorientar el suport a la fabricació de tecnologies netes i s'ha de centrar en aquelles en què és líder o en què és estratègic desenvolupar capacitats (com les bateries). Una de les mesures que destaquen en aquest eix d'actuació és la necessitat de reduir els preus de l'energia per al consumidor final, un dels llastos que es troba la indústria europea en perspectiva comparada. Per assolir aquesta rebaixa, l'informe proposa un ventall d'opcions, que van des d'una menor fiscalitat fins a una modificació del mecanisme de fixació de preus que permeti

que el baix cost de l'energia renovable repercuteixi positivament en tota l'economia. Així mateix, en aquest eix, es concreta una altra de les idees que recorre l'informe de forma transversal: la d'aconseguir que la UE aprofiti la seva gran rellevància econòmica internacional per permetre i per garantir la compra de tota mena d'inputs al millor preu. En matèria energètica, això passaria per la compra conjunta de gas natural o de cru i pel desenvolupament d'estratègies comunes, en casos d'emergència o de crisi (com les fortes pujades dels preus del gas arran de la guerra entre Rússia i Ucraïna), que evitin diferents mesures nacionals que puguin distorsionar el mercat únic.

L'últim objectiu i l'última palanca per incrementar la competitivitat és aconseguir reduir la dependència de l'exterior i augmentar la seguretat en un entorn geopolític tan convuls com l'actual. També aquí torna a aparèixer la idea de la compra conjunta, en aquest cas de primeres matèries crítiques per a la transició ecològica. D'altra banda, desenvolupar una política de defensa més autònoma passa també per un impuls industrial que permeti el desenvolupament de companyies transeuropees similars a Airbus, així com una major estandardització en els equipaments i en els sistemes de defensa dels Estats membres.

Reformes en la governança de la UE per desbloquejar el potencial de creixement

Per aconseguir avançar en aquests tres eixos, seran necessàries dues grans reformes horitzontals. La primera passa per crear un entorn més propici per a la inversió, tant pública com privada. Tot i que la major part del capital necessari per a aquesta transformació productiva ha de provenir del sector privat, com ho ha fet tradicionalment, el sector públic ha d'acompanyar i d'incentivar aquestes inversions. Una de les propostes estrella de l'informe és, de fet, que aquesta inversió pública es faci mitjançant l'emissió periòdica d'actius segurs mancomunats (és a dir, uns eurobons que vinguin a prolongar el que ja s'ha assolit amb el NGEU) que afavoreixin la inversió en projectes industrials paneuropeus.

El desenvolupament dels eurobons s'hauria de complementar amb una unió dels mercats de capitals i amb una unió bancària més profundes i completes, així com amb un major impuls als sistemes de pensions. Això hauria de desbloquejar el gran volum d'estalvi embassat existent a la UE i permetre que la inversió flueixi entre tots els Estats membres. A més dels eurobons, una altra via per aconseguir aquests objectius seria facilitar la titulització dels actius bancaris, de manera que les entitats puguin alliberar capital i augmentar la seva capacitat de finançament.

La necessitat d'inversió s'estima, d'acord amb els càlculs de la Comissió Europea, en, com a mínim, 800.000 milions d'euros anuals (un volum equivalent a gairebé el 5% del PIB de la UE el 2023; de manera que la inversió arribi a representar al voltant del 27% del PIB de la UE, en relació

amb el 22% actual), tot i que cal veure si el teixit productiu seria capaç d'absorbir aquesta quantitat de fons. Si s'aconsegueix, l'informe estima un augment del PIB del 6% en 15 anys (si es compara amb un escenari en què no es facin les inversions) amb una pressió inflacionista limitada i temporal. L'informe considera, a més a més, que l'elevada inversió pública tindrà un impacte reduït sobre la sostenibilitat fiscal si s'aconsegueix augmentar la productivitat.

La segona gran reforma horitzontal és la millora de la governança europea en diferents nivells. A nivell pressupostari, l'informe proposa dissenyar un pressupost més flexible, amb més capacitat per reassignar despeses, atès el seu gran recorregut temporal, amb menys partides i amb una consolidació de prioritats al voltant dels objectius plantejats (és a dir, reorientat a les necessitats de la política industrial per enfrontar-se als tres grans reptes descrits). En un altre nivell de caràcter més «constitucional», l'informe proposa agilitzar la presa de decisions amb l'extensió o amb la generalització del vot per majoria qualificada, en lloc de la unanimitat, al Consell de la UE.

Malgrat que l'acollida de l'informe ha estat positiva per part de les autoritats europees, cal veure el seu recorregut i la seva capacitat per bregar amb les reticències que susciten les propostes en alguns Estats membres, en especial les que fa temps que es plantegen sense èxit (com els eurobons o la unió completa del sistema bancari i del mercat de capitals).

María Romero Meléndez i David del Val

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	07/24	08/24	09/24
Activitat									
PIB real	2,5	2,9	3,2	3,2	2,9	3,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,3	3,3	...
Confiança del consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	101,9	105,6	98,7
Producció industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,1	–0,7	0,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	46,8	47,2	47,2
Habitatges iniciats (milers)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.237	1.356	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	307	312	316	322	325	329	331	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,2	4,1
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,0	60,0	60,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Preus									
Inflació general	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	2,9	2,5	...
Inflació nucli	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	...

JAPÓ

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Activitat									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–1,0	–	–	–
Confiança del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,7	36,7	36,9
Producció industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–0,4	–3,3	...
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	2,7	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,1	...
Preus									
Inflació general	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,7	3,0	...
Inflació subjacent	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	1,9	2,1	...

XINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
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	2,7	2,1	...
Producció industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,1	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	901	865	841	864	872	895	...
Exportacions	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	4,4	6,7	8,3	...
Importacions	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	2,5	7,2	0,5	...
Preus									
Inflació general	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	...
Tipus d'interès de referència ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Renminbi per dòlar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1

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	07/24	08/24	09/24
Vendes al detall (variació interanual)	1,4	-1,9	-2,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,8	...
Producció industrial (variació interanual)	2,3	-2,1	-4,8	-3,7	-4,8	-3,6	-2,2	...	...
Confiança del consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-13,0	-13,4	-12,9
Sentiment econòmic	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,5	96,2
PMI manufactures	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,0
PMI serveis	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	51,9	52,9	51,4
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	...
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	6,4	6,2	...
PIB real (variació interanual)	3,4	0,5	0,0	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	1,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-	-	-
França (variació interanual)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	4,9	0,8	0,1	0,3	0,2	0,6	-	-	-

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	07/24	08/24	09/24
General	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,6	2,2	1,8
Nucli	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7

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	07/24	08/24	09/24
Saldo corrent	0,0	2,1	1,6	2,1	2,6	3,2	3,4	...	...
Alemanya	4,4	5,9	5,5	5,9	6,2	6,5	6,5	...	...
França	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,0	...	...
Itàlia	-1,5	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,5	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,5	95,7	95,6

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	07/24	08/24	09/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,1	5,0	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-3,6	-2,5	...
Altres dipòsits a curt termini	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	11,4	10,6	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	20,4	19,9	20,5	19,7	21,4	22,0	...
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.

L'economia espanyola, millor del que creïem

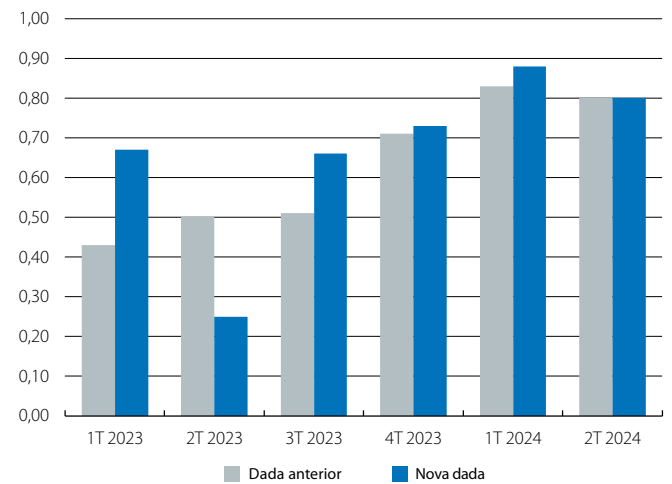
L'INE revisa a l'alça el creixement dels últims anys. L'organisme va revisar, al final de setembre, el creixement intertrimestral del PIB del 1T 2024 en 0,1 p. p., fins al 0,9%, i va mantenir el creixement del 2T 2024 en el 0,8%. D'aquesta manera, confirma la bona marxa de l'economia espanyola des de l'inici d'enguany, gràcies al dinamisme de la demanda externa. Així mateix, l'INE també va revisar la senda del creixement del PIB durant el període 2020-2023. En conjunt, les dades mostren que la recuperació de l'economia espanyola després de la pandèmia va ser més intensa del que s'havia estimat amb anterioritat. La revisió també ofereix una nova perspectiva respecte al patró de recuperació de l'economia després de la crisi de la COVID. En concret, les dades mostren que el consum privat acumula un creixement de l'1,4% des del 4T 2019, el doble del que s'havia estimat amb anterioritat, mentre que la inversió se situa ara el 0,4% per damunt del nivell pre-pandèmia, en lloc de l'1,3% per sota. D'aquesta manera, tot i que la demanda externa va ser el principal impulsor del creixement durant la recuperació, la contribució entre demanda interna i externa va ser més balancejada del que s'havia estimat inicialment.

En aquest context, les previsions de creixement per a l'economia espanyola de diversos organismes i analistes estan sent revisades a l'alça. Així, el Banc d'Espanya ha elevat les previsions de creixement del PIB per al 2024 en 5 dècimes, fins al 2,8%. Per als dos anys següents, el supervisor ha revisat la previsió de creixement a l'alça fins al 2,2% i l'1,9%, respectivament. Durant aquest mateix mes, el Govern també ha millorat les previsions per al 2024 en 3 dècimes, fins al 2,7%, i en 2 dècimes la previsió per al 2025 i el 2026, fins al 2,4% i el 2,2%, respectivament. Aquestes previsions s'alineen amb la revisió a l'alça del creixement fins al 2,8% del nostre nou escenari (vegeu el Focus «[Es revisa a l'alça la previsió de creixement del PIB a Espanya](#)», en aquest mateix informe).

Els indicadors avançats del 3T apunten a una millora del consum privat. Amb les dades disponibles fins a la tercera setmana de setembre, l'indicador de consum de CaixaBank Research constata una millora del consum de les llars del 4,0% interanual (el 3,5% en el 2T), gràcies a l'augment de 7 dècimes del consum presencial, fins a l'1,8%. L'avanç del consum s'aprecia, sobretot, en la despesa en béns de primera necessitat (el 5,6% interanual vs. el 5,0% en el 2T), mentre que la despesa en transports i a les benzineres es va moderar amb força (el 0,5% interanual vs. el 5,1% en el 2T), en línia amb les caigudes en el preu de la benzina. Pel costat de l'oferta, l'índex PMI del sector manufacturer reverteix tres mesos de caigudes i, al setembre, va pujar fins als 53 punts, el registre més alt des del maig. De la mateixa manera, l'índex PMI del sector serveis va repuntar amb força i es va situar en 57 punts, la millor dada des de l'abril del 2023.

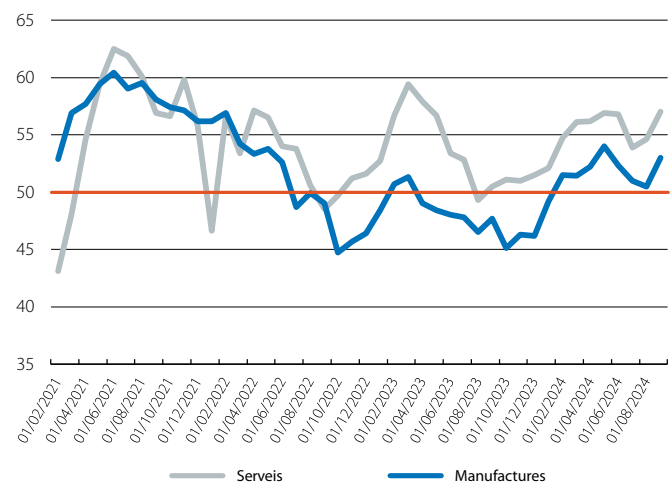
El mercat laboral es desaccelera en el 3T. Al setembre, el nombre d'afiliats va augmentar en 22.220 en termes desestaciona-

Espanya: PIB Variació intertrimestral (%)



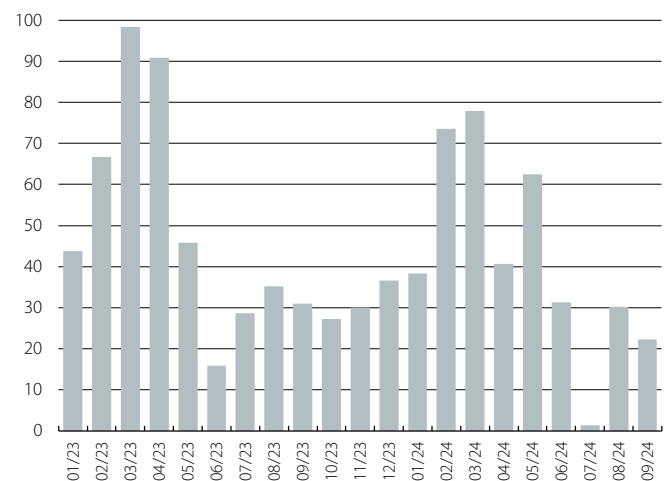
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

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.

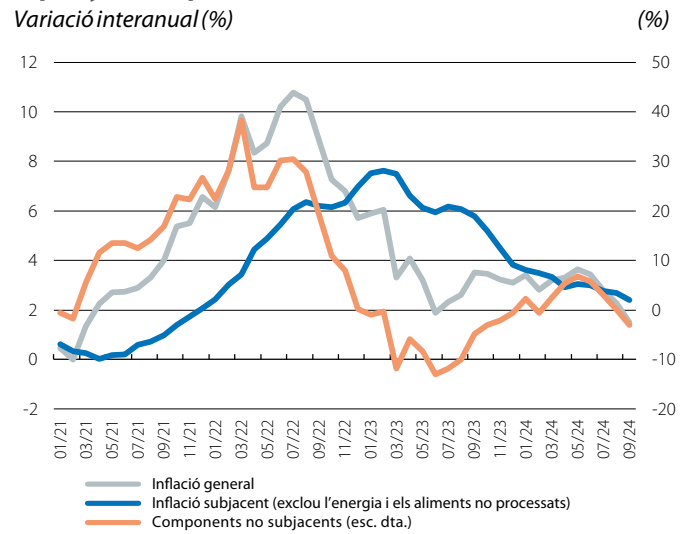
litzats i va tancar, així, el 3T amb un creixement intertrimestral del 0,3%, 5 dècimes per sota del 2T. D'aquesta manera, el mercat laboral va començar a mostrar signes de moderació, després d'accelerar-se en el 2T i havent sustentat el creixement de l'activitat espanyola durant els dos primers trimestres de l'any. La taxa de temporalitat va tornar a caure després de tres mesos de lleugers repunts: del total d'afiliats al Règim General al setembre, el 13,1% són temporals, 1,1 punts menys que el mes anterior i 0,9 punts menys que al setembre de l'any passat.

La inflació sorprèn en situar-se en l'1,5% al setembre. Segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE, la inflació general va caure 8 dècimes al setembre, fins a situar-se en l'1,5%, a causa del descens dels preus dels carburants i, en menor mesura, dels aliments i de l'electricitat. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, va caure 3 dècimes, fins al 2,4%, al setembre. Les dades tant de la inflació general com de la subjacent han sorprès a la baixa i apunten a un nou descens de la inflació dels aliments, de manera que prosseguiria la moderació dels últims mesos. D'altra banda, caldrà esperar al desglossament per components, a mitjan octubre, per comprovar si s'ha produït una caiguda en la inflació dels serveis, que s'ha mantingut per damunt del 3,5% des de l'inici d'enguany.

Les llars van continuar estalviant amb intensitat. Durant el 2T, la renda bruta disponible de les llars va avançar el 8,7% en relació amb el mateix trimestre de l'any passat, un avanç que ha sorprès a l'alça i se situa 2 punts per damunt de l'augment de la despesa de les famílies (el 6,7%). D'aquesta manera, la taxa d'estalvi de les famílies va assolir un nou pic en el període post-pandèmia en situar-se en el 13,4% de la renda bruta disponible, un registre molt per damunt de la mitjana del 2015-2019, del 7,2%. La dada del 2T s'explica per la bona marxa del mercat laboral, que va comportar un augment de la massa salarial del 7,4%. Així mateix, en el context de revisió de les sèries històriques, l'INE també va revisar a l'alça la taxa d'estalvi de les famílies del 2023 en 3 dècimes, fins al 12%.

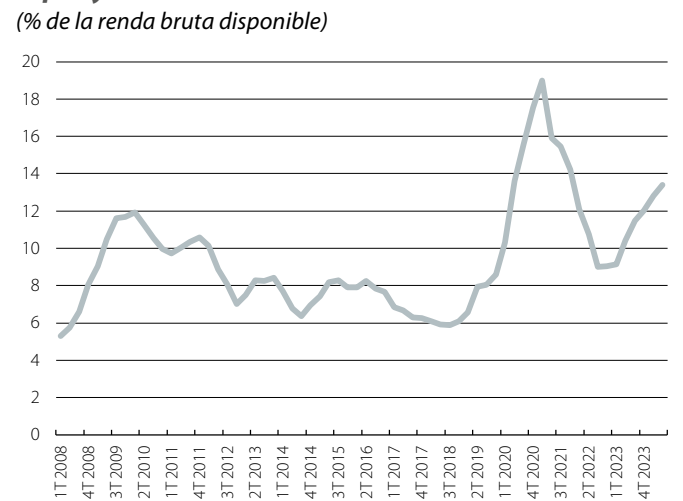
La demanda d'habitatge sorprèn a l'alça. Les compravendes van tornar a augmentar amb força al juliol, el 19% interanual, després de dos mesos consecutius de caigudes. El balanç des de l'inici d'enguany recull un descens de les transaccions de l'1,3% en l'acumulat fins al juliol, tot i que es tracta d'una caiguda reduïda si la comparem amb el descens del 6,1% del mateix període de l'any passat. L'augment del juliol va ser generalitzat per tipologia d'habitatge (el 39% en habitatge nou i el 15,5% en el de segona mà) i entre comunitats autònomes (només les Balears i Melilla van registrar un descens). En balanç, en un context de tipus d'interès encara elevats, la demanda es continua mostrant una mica més robusta del que s'esperava (s'han tancat unes 579.000 operacions de compravenda en els 12 últims mesos), la qual cosa s'està traslladant als preus. Els principals indicadors de preus de l'habitatge mostren una acceleració durant el 2T. Aquest és el cas del valor de taxació de l'habitatge lliure publicat pel Ministeri d'Habitatge i Agenda Urbana (l'1,6% intertrimestral vs. l'1,3% en el 1T) o del preu de l'habitatge de l'INE (el 3,6% intertrimestral vs. el 2,6% en el 1T).

Espanya: components de la inflació



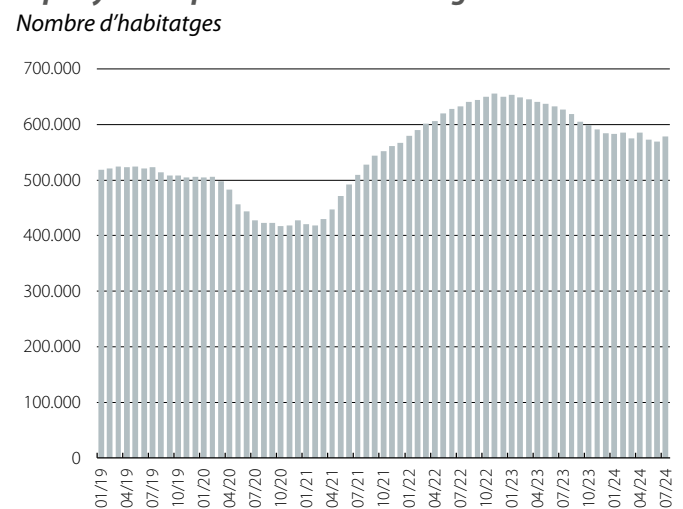
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: taxa d'estalvi de les llars



Nota: Acumulat de 4 trimestres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: compravendes d'habitatge



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

Es revisa a l'alça la previsió de creixement del PIB a Espanya

Des de l'última actualització de l'escenari macroeconòmic, al juny d'enguany, incorporem la nova informació disponible i tornem a examinar els principals factors que dominen l'escenari.

Millor punt de partida

L'economia espanyola va tornar a sorprendre positivament en el 2T 2024 en créixer el 0,8% intertrimestral, un ritme de creixement dinàmic i superior al 0,2% registrat a la zona de l'euro. Aquesta sorpresa se suma a la revisió a l'alça de la sèrie històrica. Segons les noves estimacions de l'INE, entre el 2019 i el 2T 2024, el PIB ha crescut el 5,7%, 1,0 p. p. per damunt de l'estimació anterior. Una part d'aquesta revisió a l'alça del creixement es concentra el 2023, quan el PIB va créixer el 2,7% en lloc del 2,5% estimat amb anterioritat.

Així, doncs, durant el primer semestre d'enguany, l'economia espanyola ha mantingut un ritme de creixement dinàmic malgrat els múltiples factors que han jugat en contra, com l'estancament de l'economia alemanya i una inflació i uns tipus d'interès encara en nivells elevats. Els elements que expliquen aquest comportament positiu són el bon funcionament del mercat laboral i les excel·lents dades de turisme internacional, que van tornar a superar les expectatives. La demanda interna ha mantingut un ritme d'avanç més modest, però el consum privat s'ha anat reactivant i, en els últims trimestres, ja presenta un ritme d'avanç superior al del PIB. La inversió, tot i créixer en termes intertrimestrals per damunt del PIB en el 2T, es troba només el 0,4% per damunt dels nivells del 4T 2019, i el consum privat se situa l'1,4% per damunt, malgrat un augment de la població del 3,1% durant aquest mateix període.¹

Les primeres dades d'activitat del 3T compleixen amb el que s'esperava i apunten a un ritme de creixement dinàmic però una mica més suau que en la primera meitat de l'any.

Cal destacar que, en els últims anys (2022-2023), la demanda externa i el consum públic han estat els principals motors de creixement, els quals, però, haurien de cedir protagonisme al consum privat i a la inversió, ja que aquests components haurien de ser impulsats per la recuperació del poder adquisitiu de les llars, per la baixada dels tipus d'interès i per la solidesa de la posició financera de les llars i de les empreses.

Revisió dels supòsits subjacents a l'escenari

Els supòsits subjacents a l'escenari han canviat en una direcció que reforça la narrativa que el consum i la inversió haurien de guanyar protagonisme en detriment de la demanda externa.

En primer lloc, anticipem unes condicions financeres una mica més favorables que les considerades amb anterioritat, i les baixades de tipus d'interès guanyaran una mica de

velocitat en relació amb el nostre escenari anterior. A la zona de l'euro, la inflació s'ha anat moderant, i s'espera que podria assolir l'objectiu del BCE del 2% durant la segona meitat del 2025. En aquest context, el nostre escenari actual contempla quatre baixades de 25 p. b. dels tipus el 2025, una més que en l'escenari previ, la qual cosa situaria el tipus *depo* en el 2,25% al final del 2025.

Pel que fa al preu del petroli, la materialització de l'alentiment econòmic a la Xina i les expectatives d'un possible augment de la producció de l'OPEP han propiciat una caiguda notable del Brent en els últims mesos, la qual cosa ens empeny a revisar la senda de preus del cru a la baixa el 2024 i el 2025, fins a un preu mitjà de 80,4 dòlars per barril el 2024 (7 dòlars menys que en l'escenari previ) i per sota dels 75 dòlars per barril el 2025 (també 7 dòlars menys), la qual cosa té un impacte positiu sobre la nostra economia, ja que som un importador net de petroli. No obstant això, en el terreny energètic, aquest impacte positiu provinent del petroli es veu compensat parcialment per la revisió a l'alça en els preus del gas, a causa de la possible remodulació dels fluxos de gas provinents de Rússia que passen per Ucraïna.²

Quant a l'activitat als mercats exteriors, l'economia mundial manté un to robust, tot i que les perspectives per a l'última part de l'any s'han afeblit. A la zona de l'euro, hem revisat en -0,1 p. p. la previsió de creixement del 2024, fins al 0,7%, i, el 2025, en -0,4 p. p., fins a l'1,3%, a causa, principalment, de la feblesa alemanya. Aquest escenari lleugerament més advers reforça la narrativa que el creixement de les exportacions espanyoles es desaccelerará el 2025.

Perspectives

Les bones dades del 2T de l'any, juntament amb la revisió a l'alça en el ritme de creixement del 2023, ens empenyen a revisar a l'alça la nostra previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2024 fins al 2,8% interanual (0,4 p. p. més que en l'escenari anterior). De cara al 2025, les últimes dades i el context global comentat a la secció anterior reforcen els factors que donen suport a un creixement del PIB del 2,3%, dinàmic però una mica inferior al del 2024.

Pel que fa a la inflació, les dades més recents avalen el nostre escenari previ i els canvis són menors. En particular, revisem la inflació mitjana del 2024 a la baixa del 3,2% al 3,0%, a causa d'un comportament millor del que s'esperava de la inflació dels aliments, de l'energia i dels béns industrials. En canvi, la inflació dels serveis està sent més persistent del que es preveia, la qual cosa ha limitat l'abast de la revisió. De cara al 2025, mantenim la previsió d'una inflació mitjana del 2,5%.

Més enllà de la dada agregada, el nou escenari per a l'economia espanyola reflecteix un canvi progressiu en el patró de creixement. La demanda externa (vegeu el primer gràfic) anirà cedint protagonisme a la interna. No en va, la zona

1. Dades de l'Estadística contínua de població de l'INE.

2. Vegeu el Focus «Deteriorament modest de les expectatives de creixement per a l'economia internacional», en aquest mateix informe.

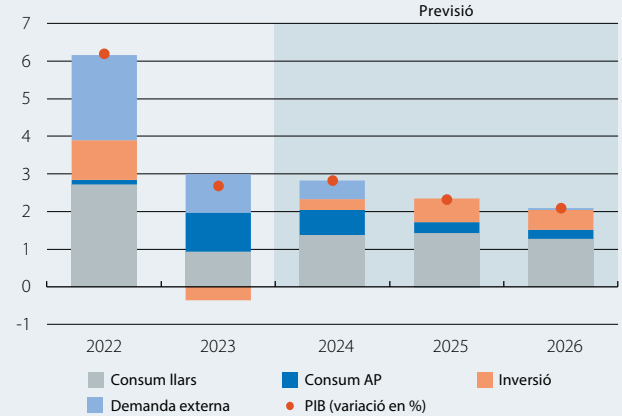
de l'euro manté uns ritmes d'avanç molt modestos, mentre que les economies dels EUA i de la Xina s'estan desaccelerant. D'altra banda, el sector turístic, després de recuperar i de superar àmpliament els nivells previs a la pandèmia, també hauria de normalitzar el ritme de creixement, el qual, però, continuarà sent dinàmic.

Quant a la demanda interna, el consum privat creixerà per damunt del 2% el 2024 (augment de l'1,7% el 2023) i s'accelerarà lleugerament el 2025. Els factors que expliquen la reactivació del consum són la recuperació del poder adquisitiu i la caiguda dels tipus d'interès. De cara al futur, el consum té marge per créixer amb més intensitat, atesa l'elevada taxa d'estalvi de les llars arran del fort augment de la renda bruta disponible durant els últims trimestres, que ha mantingut un ritme d'avanç del 9,8% interanual en el primer semestre del 2024, una xifra molt superior a la inflació i al ritme de creació de llars. D'altra banda, esperem que la inversió vagi guanyant dinamisme el 2025, esperonada pel cicle de baixades dels tipus d'interès i per una major tracció de l'execució dels fons Next Generation EU (NGEU).

Les bones perspectives en el nostre escenari no es limiten al creixement de l'activitat. El mercat laboral, malgrat moderar-se lleugerament després dels excel·lents resultats del primer semestre, continuarà contribuint a impulsar la demanda interna. En concret, preveiem que la xifra mitjana de nous afiliats assolirà gairebé els 500.000 el 2024 i superarà els 400.000 el 2025. Mantenim les previsions de la taxa d'atur en el 12,2% el 2024 i en l'11,6% el 2025, com en l'escenari anterior. El fort creixement de la població activa, de l'1,6% de mitjana anual el 2024 i de l'1,5% el 2025, limitarà el descens de la taxa d'atur malgrat la intensa creació d'ocupació.

Els riscos que planen sobre el nou escenari de previsions són materials. D'una banda, el consum i la inversió podrien créixer a un ritme major del que s'ha anticipat si s'acceleren les baixades de tipus o les llars alliberen de forma més intensa l'estalvi acumulat. De l'altra, els principals riscos a la baixa són de caràcter geopolític. En el pla internacional, una major escalada del conflicte a l'Orient Mitjà podria pro-

Espanya: contribució al creixement del PIB (p. p.)



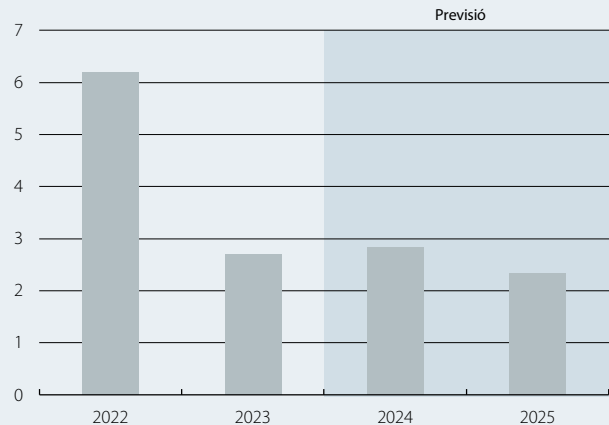
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

vocar un fort augment dels preus del petroli i revertir el procés de moderació de la inflació, amb el conseqüent impacte sobre l'activitat econòmica. Així mateix, un agreujament de la situació econòmica a Alemanya o un repunt generalitzat dels aranzels, en funció del resultat de les eleccions nord-americanes, són altres riscos que cal tenir en compte, sense oblidar la desacceleració de l'economia xinesa. En el pla nacional, és important que l'execució dels fons NGEU vagi guanyant tracció i doni suport a la recuperació de la inversió empresarial.

En conclusió, l'economia encara el tram final del 2024 i el 2025 amb unes perspectives positives. Els principals reptes als quals s'ha enfrontat l'economia espanyola fins ara, com l'impacte de la inflació i la pujada dels tipus d'interès, es comencen a esvaïr. D'altra banda, la recuperació progressiva del poder adquisitiu de les famílies, la seva sòlida posició financera i un context global que, malgrat que s'ha deteriorat lleugerament, es manté ferm ens fan pensar en un escenari amb unes perspectives relativament favorables.

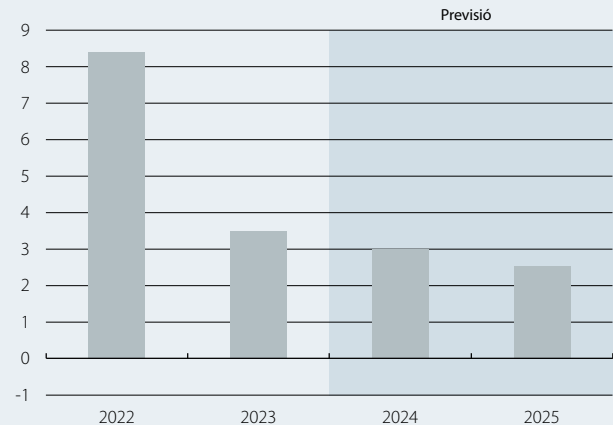
Oriol Carreras i Javier Garcia-Arenas

Espanya: PIB Variació anual (%)



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

Espanya: inflació Variació anual (%)



El sector turístic espanyol bat tots els rècords a l'estiu del 2024

L'estiu del 2024, durant el qual s'han superat gairebé tots els rècords històrics, ha consolidat el sector turístic espanyol com un dels motors claus de l'economia espanyola. Aquests resultats són deguts a l'impuls de la recuperació de les rendes als països emissors, a l'estabilitat geopolítica a Espanya i a l'elevada competitivitat internacional del sector turístic. Malgrat la tendència creixent cap a la desestacionalització del turisme, els mesos de juliol i d'agost han registrat xifres extraordinàries que mereixen una anàlisi detallada.

Rècord històric en pernoctacions

Les pernoctacions turístiques a Espanya han assolit màxims històrics aquest estiu. Segons les dades de l'INE, les pernoctacions han augmentat l'1,9% al juliol i el 2,5% a l'agost en termes interanuals i s'han situat el 3,2% i l'1,3%, respectivament, per damunt dels nivells del 2019. Aquestes xifres no solament representen un rècord històric, sinó que també superen de manera significativa les taxes interanuals observades el 2023, del 0,4% al juliol i del 0,3% a l'agost.

Aquest creixement ha estat impulsat, principalment, pel turisme internacional, que ha mostrat un dinamisme notable. Les pernoctacions de visitants estrangers van augmentar el 4,8% en el conjunt del juliol i l'agost en relació amb el mateix període de l'any passat i van superar en un 2,6% els nivells del 2019. En canvi, les pernoctacions domèstiques van experimentar una lleugera contracció de l'1,2% al juliol i a l'agost. No obstant això, és important assenyalar que, malgrat aquesta disminució, els nivells es mantenen elevats, amb increments de l'1,7% en relació amb el juliol i l'agost del 2019.

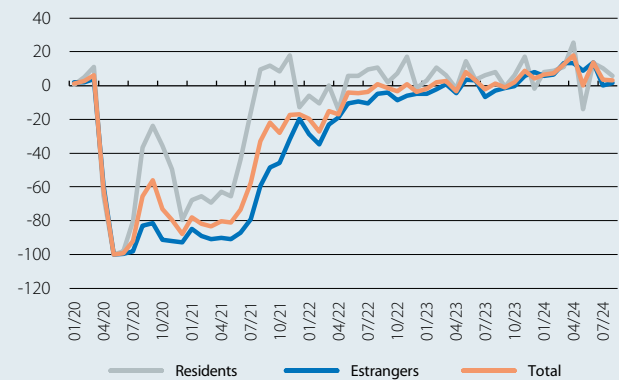
Cal destacar que el creixement de les pernoctacions durant els mesos d'estiu va ser menor que en el primer semestre de l'any, quan es va registrar un augment total del 6,8% (l'1,4% el domèstic i el 9,8% l'internacional). Aquesta desacceleració relativa reflecteix l'esmentada desestacionalització del turisme, que està redistribuint l'afluència turística al llarg de tot l'any. Destaquem que la tendència cap a la desestacionalització és un senyal positiu per al sector, ja que contribueix a reduir la temporalitat laboral i permet una major utilització del capital invertit en infraestructures turístiques.

Les arribades internacionals: en augment de manera transversal

Les arribades internacionals també han donat excel·lents notícies. Segons les dades de Frontur de l'INE, al juliol i a l'agost, les arribades de turistes estrangers van superar en un 8,9% els nivells del 2019. Aquest creixement és trans-

Espanya: pernoctacions turístiques

Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)

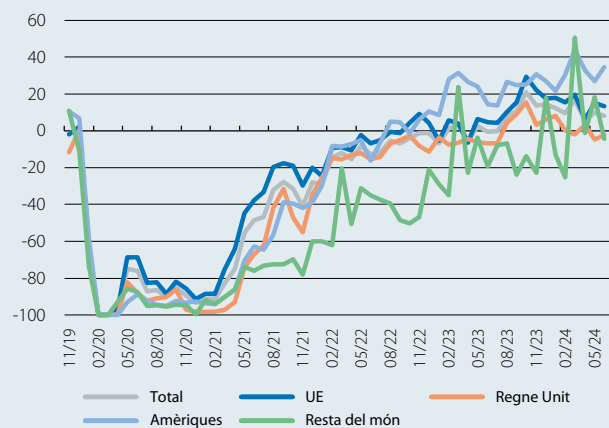


Notes: Pernoctacions en establiments hotelers, en apartaments turístics, en agroturismes i en càmpings.

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

Espanya: arribades de turistes internacionals

Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



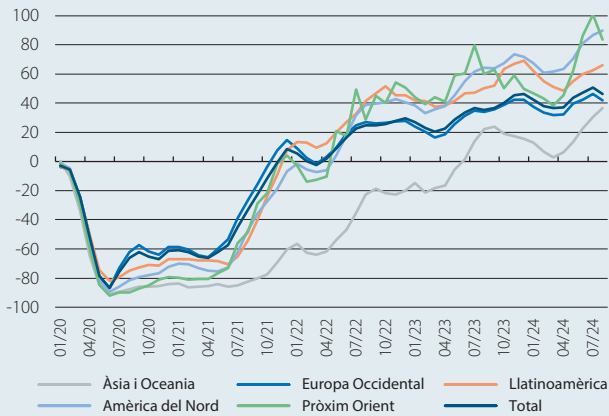
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

versal i es basa en l'excel·lent comportament dels turistes procedents de la UE, que van augmentar el 14,3% al juliol i a l'agost, i de les Amèriques, amb increments del 30,3% en els mateixos mesos.

Entre els principals mercats emissors, el Regne Unit mostra un comportament una mica més negatiu, amb caigudes del 3,6% al juliol i a l'agost en relació amb el 2019. Malgrat que els turistes britànics s'estan acostant als nivells pre pandèmia, encara no aconsegueixen assolir-los completament. Factors com les incerteses econòmiques post-brexít i les fluctuacions en el tipus de canvi de la lliura esterlina podrien estar influïent en aquesta tendència. D'altra banda, l'augment en l'afluència de turistes de mercats llunyans, com l'Amèrica del Nord i l'Amèrica Llatina, indica un interès creixent per Espanya com a destinació turística de radi llarg.

Espanya: despesa turística internacional

Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



Font: CaixaBank Research.

Increment substancial en la despesa turística

Les dades de despesa turística són summament positives, ja que les bones xifres en termes reals conflueixen amb els increments de preus durant el període postpandèmia. L'anàlisi de la despesa turística està basada en dades internes de CaixaBank Research que reflecteixen les transaccions, degudament agregades i anonimitzades, realitzades amb targetes internacionals als TPV de CaixaBank. Les dades indiquen que la despesa internacional al juliol i a l'agost del 2024 es va situar el 50,4% i el 46,2%, respectivament, per damunt dels nivells del 2019.

Destaca, en especial, el creixement de la despesa procedent de l'Amèrica del Nord, amb increments del 86,6% al juliol i del 89,9% a l'agost. L'Amèrica Llatina també mostra un funcionament sòlid, amb augments del 62,5% i del 66,0% en els mateixos mesos. Aquestes dades reflecteixen no solament un major nombre de visitants, sinó també un increment en la despesa per turista, la qual cosa representa un impacte econòmic significatiu per al sector.

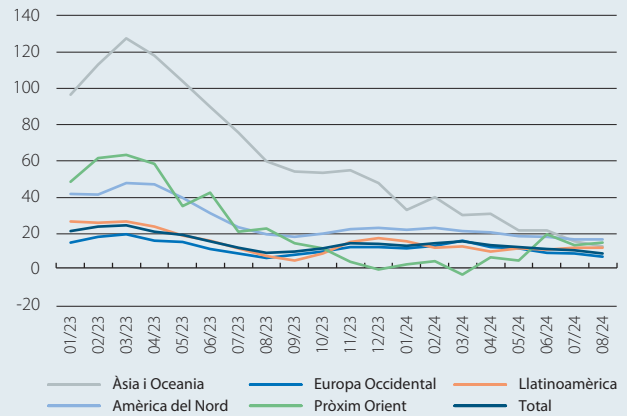
D'altra banda, Àsia i Oceania presenten augments de despesa més moderats, que se situen el 30,6% i el 36,5% per damunt del 2019 al juliol i a l'agost, respectivament. No obstant això, les taxes de creixement interanual són robustes, amb augments del 14,6% al juliol i de l'11,6% a l'agost. Aquest creixement sostingut indica un potencial d'enfortiment futur a mesura que aquests mercats es continuïn recuperant. Segons l'OMT, el 2030, Àsia emetrà el 165% més de turistes que el 2010, en relació amb un creixement del 64% per a Europa.¹ Per tant, la capacitat d'atreure turistes d'aquests mercats emergents serà crucial per a la diversificació i per a la resiliència del sector a llarg termini.

Reptes i oportunitats al mercat asiàtic

El funcionament relativament mitigat del turisme asiàtic és degut, sobretot, a la recuperació més lenta del turisme

1. Vegeu World Tourism Organization, «Tourism towards 2030/Global Overview».

Variació interanual (%)

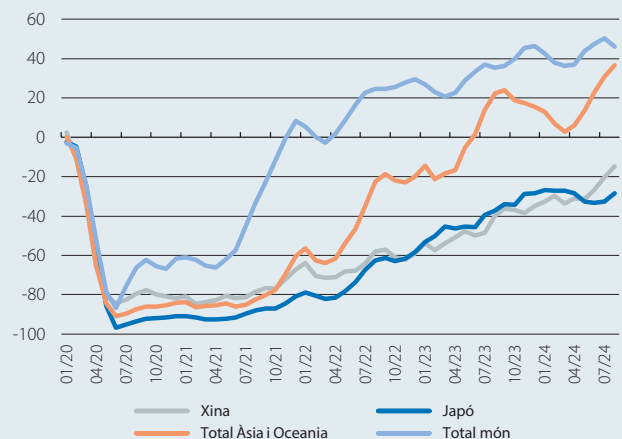


provinent de la Xina i del Japó. La despesa turística provinent d'aquests països ha quedat endarrerida, amb nivells de despesa encara per sota dels registrats el 2019. En el cas de la Xina, la despesa turística es va situar el 20,5% al juliol i el 14,8% a l'agost per sota dels registres dels mateixos mesos del 2019. El Japó presenta registres inferiors als del 2019, del -32,6% al juliol i del -28,4% a l'agost.

La lenta recuperació del turisme xinès és deguda, en gran part, a l'aixecament més tardà de les restriccions relacionades amb la COVID-19 al país i als problemes de l'economia xinesa i el seu impacte sobre la confiança de les llars. No obstant això, els indicadors apunten a una reactivació significativa, amb creixements interanuals del 55,2% al juliol i del 42,8% a l'agost. A més a més, la represa de les connexions aèries directes, com la ruta Shanghai-Barcelona a l'agost del 2024, reforça les expectatives d'un creixement robust a curt i a mitjà termini.

Espanya: despesa turística provinent d'Àsia

Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)

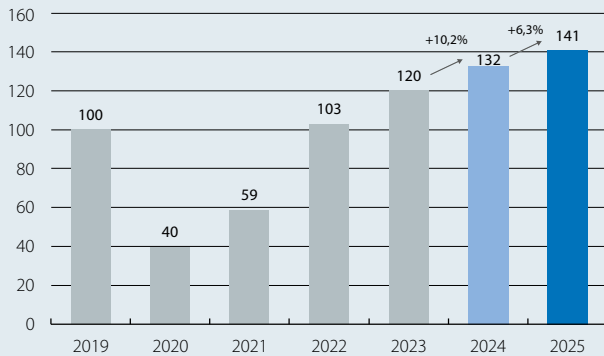


Font: CaixaBank Research.

Espanya: evolució del PIB turístic

Termes nominals

Índex (100 = 2019)

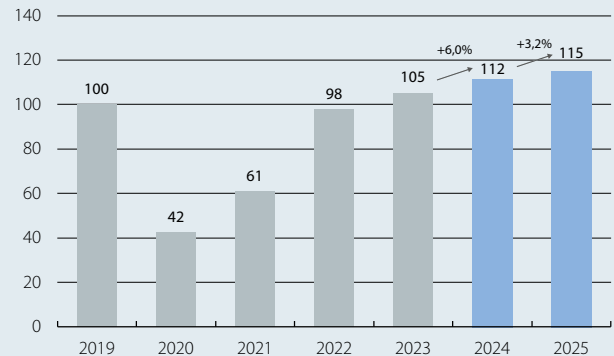


Nota: Previsions a partir del 3T 2024.

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

Termes nominals

Índex (100 = 2019)



En el cas del Japó, la feblesa del ien ha influït negativament en el poder adquisitiu dels turistes japonesos a l'estranger. S'espera que, en els propers anys, el ien recuperi una part del seu valor, la qual cosa podria impulsar de nou el turisme japonès cap a Espanya. La millora en les condicions econòmiques i monetàries al Japó serà un factor determinant per revitalitzar aquest mercat.

Projecció del PIB turístic

Atesa la forta temporada d'estiu, hem revisat a l'alça les nostres previsions de creixement per al sector. Estimem que el PIB turístic creixerà el 6% el 2024 en termes reals i que se situarà el 12% per damunt dels nivells del 2019. En termes nominals, l'increment assoleix el 32% i reflecteix no solament un major volum d'activitat, sinó també un augment en els preus i en el valor afegit generat pel sector. L'estiu del 2024 consolida el sector turístic com un pilar del creixement de l'economia espanyola. Preveiem que el creixement del 6% del PIB turístic aportarà 0,76 p. p. de creixement al PIB espanyol el 2024 i representarà el 27% del creixement enguany. Estimem que el PIB turístic assolirà un pes del 13% en el PIB total enguany.

Més enllà del 2024, preveiem que el sector turístic es continuarà expandint el 2025, amb un creixement del 3,2% en termes reals. La recuperació de la renda bruta disponible als països emissors a mesura que s'acabi d'esvaïr el xoc inflacionista i la percepció d'estabilitat geopolítica a Espanya continuaran impulsant el sector en els propers trimestres. Preveiem que continuarà la senda de desestacionalització i que observarem creixements més forts fora de la temporada alta. Les bones xifres del turisme fan encara més rellevants les discussions sobre la sostenibilitat i l'aposta per un turisme de qualitat, el gran repte del turisme a Espanya a mitjà termini.

David Cesar Heymann

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	07/24	08/24	09/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,2	-1,1	-2,1	-0,8	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,1	-5,5	-4,3	-3,4	-0,7
PMI de manufactures (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	51,0	50,5	53,0
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	4,0	4,8	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	29,0	0,1	-3,5	-9,3	-10,5	-9,6	-7,7	...	...
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	13,7	12,8	...
PMI de serveis (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	53,9	54,6	57,0
Consum									
Vendes comerç al detall ¹	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	1,1	2,3	...
Matriculacions d'automòbils	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	3,4	-6,5	6,3
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-15,0	-12,3
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	2,4	2,3	2,3
PIB	6,2	2,7	2,2	2,3	2,5	3,1	-	-	-

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	07/24	08/24	09/24
General	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	2,8	2,3	1,5
Subjacent	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	2,8	2,7	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	07/24	08/24	09/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-3,8	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-6,2	...	...
Saldo corrent	4,8	39,8	36,3	39,8	41,2	45,3	47,8	...	...
Béns i serveis	12,1	58,8	52,6	58,8	60,5	65,4	68,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	-7,3	-19,1	-16,3	-19,1	-19,2	-20,2	-20,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	17,5	56,0	50,5	56,0	56,0	61,4	63,9	...	...

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	07/24	08/24	09/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	3,1	0,3	-1,3	0,3	3,3	5,2	4,2	4,8	...
A la vista i preavis	3,6	-7,4	-6,8	-7,4	-5,2	-1,9	-2,6	-1,5	...
A termini i cessions temporals (repo)	-3,0	100,5	74,4	100,5	96,7	68,0	58,6	52,9	...
Dipòsits d'AP ⁵	-0,8	0,5	14,6	0,5	-4,6	-4,1	6,3	9,4	...
TOTAL	4,8	0,3	-0,2	0,3	2,7	4,5	4,4	5,1	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	-0,4	-3,4	-3,5	-3,4	-2,6	-1,3	-1,1	-0,7	...
Empreses no financeres	-0,7	-4,7	-4,8	-4,7	-3,6	-1,8	-1,7	-1,3	...
Llars - habitatges	-0,2	-3,2	-3,3	-3,2	-2,5	-1,5	-1,0	-0,7	...
Llars - altres finalitats	0,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,3	0,5	...
Administracions públiques	0,6	-3,5	-4,1	-3,5	-4,8	-2,7	-6,3	-7,5	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,5	-3,4	-2,7	-1,4	-1,4	-1,2	...
Taxa de morositat (%)⁶	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,4	3,4	...	...

Notes: 1. Dada deflactada, sense estacions de servei. 2. Estimació EPA. 3. Dades mitjanes mensuals. 4. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 5. Dipòsits públics, sense les cessions temporals (repo). 6. Dada final de 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.

Portugal: la revisió dels Comptes Nacionals apunta a una economia més robusta

L'economia portuguesa ha anotat, en els últims anys, un comportament més robust del que s'havia estimat amb anterioritat. Després de reconsiderar els principals agregats macroeconòmics, arran de les noves sèries de Comptabilitat Nacional, destaca la revisió del creixement del PIB real el 2023 del 2,3% al 2,5%, la qual cosa, sumada a les revisions efectuades en el 1T 2024 i en el 2T 2024, situa el PIB real el 6,8% per damunt del nivell del 4T 2019. Les noves estimacions consideren una major contribució de la demanda interna, per la via del consum privat, i una menor contribució de la demanda externa, a causa d'una revisió a l'alça del creixement de les importacions. Així mateix, s'ha revisat a l'alça l'estalvi de les famílies, que, el 2023, va ascendir a 14.346 milions d'euros, la qual cosa va situar la taxa d'estalvi, al final del 2023, en el 8%, 1,4 p. p. més que en la sèrie anterior. La tendència d'augment de la taxa d'estalvi s'ha mantingut en el 1S 2024 i ha arribat al 9,8%, gràcies a un notable augment de la renda disponible nominal (el +7,6% interanual), superior a l'avanç del consum privat nominal (el 4,6%).

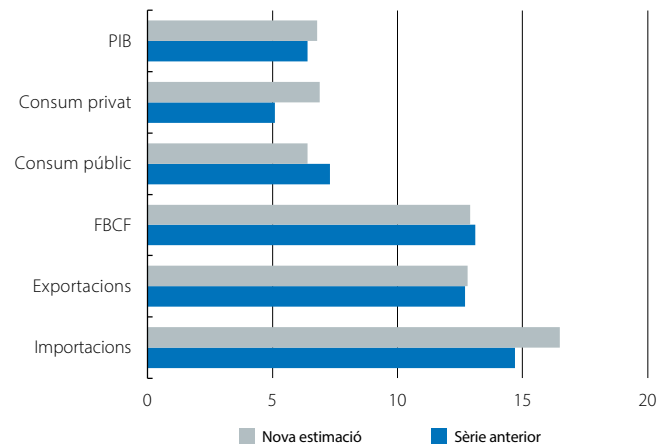
Pel que fa a l'evolució recent, els indicadors del 3T continuen presentant senyals mixtos, amb un perfil de menys a més al llarg del trimestre. Els principals indicadors sintètics suggereixen una acceleració de l'activitat al setembre. De tots ells, destaquem la recuperació de l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea, que, al setembre, va augmentar fins als 104 punts, 2,9 punts més que a l'agost, i la millora del sentiment dels consumidors i de la resta de sectors d'activitat, llevat de la construcció.

La inflació torna a superar el 2% al setembre. La inflació general va augmentar 2 dècimes i es va situar en el 2,1%, a causa del repunt dels components subjacents, mentre que la d'aliments no elaborats i la d'energia van ser més favorables (inflació interanual del 0,9% i del -3,5%, respectivament). Així, la subjacent va sorprendre negativament en pujar fins al 2,8% (el 2,4% anterior). Esperem que la inflació es mantingui per damunt del 2% en l'últim trimestre de l'any, de manera que la inflació mitjana de l'any se situï en el 2,4%.

L'ocupació perd impuls i, a l'agost, es va desaccelerar fins a un ritme interanual del 0,9%. No obstant això, la taxa d'atur es va tornar a reduir a l'agost, fins al 6,4%. En aquest context, hem revisat lleugerament a la baixa les nostres expectatives per a la taxa d'atur i esperem ara una estabilització en el 6,5% el 2024 (en relació amb el 6,6% anterior), juntament amb una reducció al 6,4% l'any vinent.

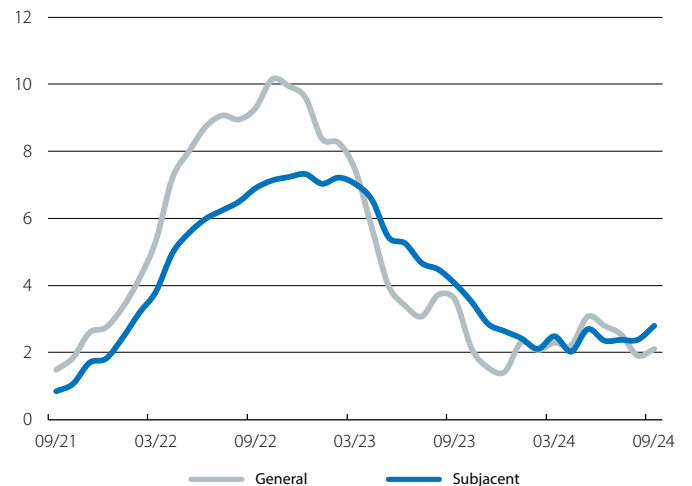
Fort augment dels preus de l'habitatge. En el 2T 2024, l'índex de preus de l'habitatge va registrar el major increment trimestral de la sèrie, el 3,9%, molt superior a la dinàmica dels trimestres anteriors (el +1,3% i el +0,6% en el 4T 2023 i en el 1T 2024, respectivament). El nombre de transaccions també es va recuperar, amb un avanç del 10,4% interanual, i va trencar un cicle de set trimestres de caiguda. En aquest context, hem revisat les nostres previsions i anticipem ara que els preus de l'habitatge pujaran una mitjana del 6,8% el 2024.

Portugal: PIB i components Creixement 2T 2024 vs. 4T 2019 (%)



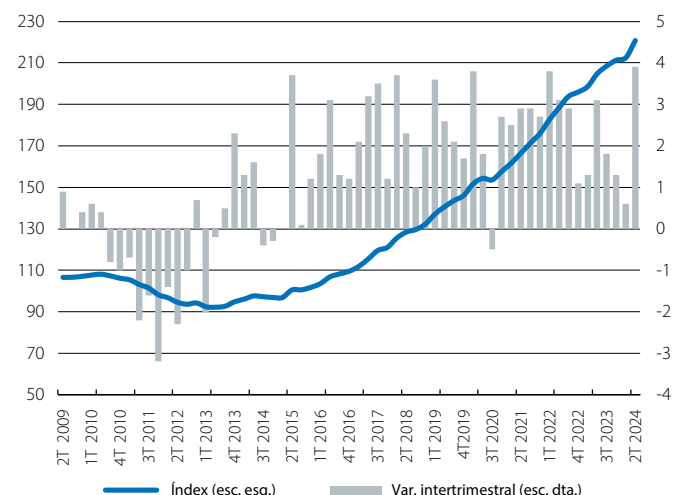
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: inflació Variació interanual (%)



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

Portugal: preus de l'habitatge Índex (100 = 2015)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	1,1	0,9	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-3,9	-1,7	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,7	-6,5	-5,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	13,4	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	7,4	8,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	9,4	8,8	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-0,4	-1,6	0,8
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	2,4	5,4	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,6	1,7	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-15,4	-14,3	-13,1
Mercat de treball									
Població ocupada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	0,8	0,9	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,5	6,4	...
PIB	7,0	2,5	2,1	1,4	1,6	...	-	-	-

Preus

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
General	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,5	1,9	2,1
Subjacent	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,8

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,8	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-3,7	...	...
Saldo corrent	-2,8	3,6	3,6	5,1	5,8	...	6,3	...	...
Béns i serveis	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	1,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-0,5	7,2	7,2	8,8	9,2	...	9,6	...	...

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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,1	5,8	...
A la vista i estalvi	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-5,2	-7,5	...
A termini i preavis	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	17,3	22,5	...
Dipòsits d'AP	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	15,0	10,2	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,6	2,9	5,6	...	5,4	6,0	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,2	0,5	...
Empreses no financeres	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,0	-1,2	...
Llars - habitatges	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	0,2	0,9	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,3	3,7	...
Administracions públiques	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-2,3	-3,4	...
TOTAL	1,6	-1,6	-1,6	-0,5	-0,5	...	0,1	0,4	...
Taxa de morositat (%)²	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	...	-	-	-

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 Agroalimentari 2024

L'activitat del sector agroalimentari espanyol augmenta a ritmes superiors al conjunt de l'economia i les perspectives per a la campanya 2024-2025 són favorables. Les exportacions estan superant amb èxit l'entorn advers dels darrers anys i els preus dels aliments han començat a moderar el seu ritme de creixement, tot i que l'alça acumulada des del 2019 continua sent significativa.



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.

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

