El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les claus econòmiques del mes
Juny 2023

Desacceleració

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

L'activitat econòmica es desaccelera als principals països desenvolupats, però no es desploma. L'augment dels preus i l'enduriment de les condicions financeres ha debilitat l'activitat. La desacceleració del ritme de creixement ja es pot observar amb nitidesa als principals indicadors econòmics. Alguns països anoten encara taxes de creixement lleugerament positives, mentre que d'altres registren una lleugera reculada. Als Estats Units, el ritme d'avanç va passar del 0,7% intertrimestral durant el segon trimestre de l'any passat, a créixer un 0,3% en el 1T. Les darreres dades suggereixen que el creixement es manté en cotes similars al 2T. El mercat laboral continua oferint bones xifres, tot i que a poc a poc perd embranzida i la confiança empresarial es va debilitant. A la zona de l'euro, Eurostat ha revisat a la baixa el creixement estimat del PIB per al 4T 2022 i el 1T 2023, i ara el situa en el -0,1%. Les dades del 2T assenyalen que l'activitat no aconsegueix aixecar el cap, endinsant-se les vendes al detall i la producció industrial en territori negatiu.

Estancament de l'activitat durant el segon semestre de l'any. Tot i així, la desacceleració de l'activitat que ha tingut lloc fins al moment ha estat inferior a la que molts organismes contemplaven i això ha obligat a revisar a l'alça les previsions de creixement per al conjunt de l'any. La Comissió Europea, per exemple, va revisar

a l'alça el creixement previst per al 2023 en 0,2 p. p., fins a l'1,1%. De tota manera, cal destacar que en la major part dels casos la revisió no se sustenta en una millora del creixement previst per als propers trimestres. De fet, s'espera que el gruix de l'impacte de l'augment dels tipus d'interès tingui lloc durant el segon semestre de l'any. Així, encara que les pressions inflacionistes es moderin en les pròxims mesos, en general s'espera que l'activitat econòmica de la majoria dels països continuï estancada. Fins i tot, per als Estats Units i alguns països europeus no es descarta que hi hagi un lleugera retrocés de l'activitat.

Les pressions inflacionistes continuen moderant-se a banda i banda de l'Atlàntic. Als Estats Units, la taxa d'inflació general es va situar en el 4,9% a l'abril, més de 4 punts per sota del pic a què es va arribar el juny de l'any passat. La taxa subjacent també presenta una clara tendència descendent i ja es troba en el 5,5%. A la zona de l'euro ha costat més que se suavitzi, però finalment sembla que hi ha hagut un canvi de tendència. Al maig la taxa d'inflació va sorprendre a la baixa: la general va davallar fins al 6,1%, 0,9 p. p. per sota del registre de l'abril, i la nucli (que exclou l'energia i els aliments) es va situar en el 5,3%. Per primera vegada des que la inflació va tocar el sostre del 10,6% a l'octubre, tots els components de l'IPCA van veure com els seus preus desacceleraven. La moderació dels preus de l'energia, i de les matèries primeres en general, així com la distensió dels costos intermedis i la contenció dels augments salarials fa pensar que en els pròxims mesos la moderació de les pressions inflacionistes s'afermarà. De cara al final de l'any, la taxa d'inflació ja podria situar-se prop del 3% tant als Estats Units com al conjunt de la zona de l'euro.

Els tipus d'interès, a prop del sostre. En aquest context de moderació de l'activitat econòmica i de les pressions inflacionistes, els principals bancs centrals han continuat el guió previst. Als Estats Units, és probable que els tipus d'interès ja no augmentin més. Per bé que no es pot descartar un lleuger increment en la propera reunió del juny, a partir d'aquí els tipus haurien d'estabilitzar-se i, si es confirma la tendència a la baixa de la inflació durant els pròxims mesos, la Fed podria començar a abaixar els tipus d'interès al final d'enguany. Els mercats esperen que el tipus de referència, que actualment es troba en el 5,25%, se situï al voltant del 3,50% al final del 2024. En el cas de la zona de l'euro, on el gir de les pressions inflacionistes és més recent, s'espera que el BCE encara apugi una mica més el tipus de referència (els mercats esperen dos moviments addicionals a l'alça de 0,25 p. p., fins deixar el tipus depo en el 3,75%), però el recorregut a l'alça ja sembla limitat. Per a l'any vinent,

amb la inflació ja propera al 2%, és probable que els tipus d'interès davallin gradualment també a Europa. En aquest context, el recorregut a l'alça de l'euríbor a 12 mesos sembla limitat, i fins i tot podria començar a baixar durant la segona meitat del 2023, a mesura que es confirmi l'escenari.

L'evolució de l'economia espanyola ha estat millor del que s'esperava. Fins al moment, l'economia espanyola no només ha aconseguit evitar la temuda recessió, sinó que ha mantingut un ritme notable de creixement de l'activitat i de l'ocupació. Això està obligant a millorar l'escenari de previsions de la major part de les cases d'anàlisi, que en general ara situen el creixement del PIB al voltant del 2,0% per a enguany. En part, la sorpresa positiva es deu a la distensió dels preus de l'energia, que ha tingut lloc abans del que s'esperava. Les mesures que es van prendre, tant a Espanya com a la majoria dels països desenvolupats, han ajudat a esmorteir l'impacte de la crisi energètica. A Espanya, a més, ha sorprès l'excel·lent evolució del sector exterior.

La demanda nacional porta dos trimestres en retrocés. Entre el 4T 2022 i el 1T 2023, acumula un descens superior al 1,5% en termes reals. Però ho ha compensat amb escreix el dinamisme de les exportacions de béns i serveis, que van créixer el 10,2% interanual en el primer trimestre de l'any. La bona evolució del sector exterior també es veu reflectida en el compte corrent, que l'any passat va romandre en positiu malgrat el fort encariment de les importacions d'energia: només va davallar quatre dècimes respecte del 2021, fins al 0,6% del PIB. Aquest és un dels menors descensos d'entre tots els països desenvolupats. A Alemanya, França i Itàlia, per exemple, la davallada del saldo corrent es va situar al voltant dels 4 p. p. La diferència és remarcable.

La factura de l'energia importada ha augmentat de forma substancial. El dèficit de la balança energètica va passar dels 27.842 milions d'euros el 2021 als 56.551 milions el 2022. De tota manera, en termes del PIB la xifra del 2022 (4,3%) no va arribar a superar la del 2012 (4,5%). En part, això es deu al fet que l'hivern va ser més temperat del que és habitual, i també als esforços duts a terme per reduir el consum d'energia. Si prenem una perspectiva més àmplia, sobresurt la millora en el mix de producció d'energia gràcies a l'auge de les renovables. Així, si el 2007 només el 20% de la producció d'energia elèctrica era renovable, el 2022 va assolir el 43% i en el que portem d'any ja supera el 50%. La inversió en energies renovables no només és

fonamental per la lluita contra el canvi climàtic. També fa que l'economia sigui molt més resilient davant de xocs externs.

Hi ha diversos motius per destacar l'evolució recent de les exportacions espanyoles. Primer, el bon comportament és generalitzat entre béns i serveis. Així, dues terceres parts de les partides de mercaderies presenten un ritme de creixement de dos dígits el gener-març. Entre els serveis, destaca el fort creixement del turisme, els ingressos del qual creixen un 38,8% interanual en el 1T i ja est troben clarament per damunt dels nivells previs a la pandèmia, i el transport i els serveis a empreses (+19,2% i +18,6%, respectivament, en el 4T 2022); entre els béns, destaca el sector de l'automòbil (+32% en el 1T). Segon, que el ritme d'avanç també és generalitzat per destins, i especialment intens en els principals mercats: les exportacions de mercaderies a la zona de l'euro (el 56% del total) creixen el 14,3%, en especial les destinades a Alemanya i França (+18,9% i +15,2%). I tercer, aquest patró no és generalitzat als països desenvolupats. A Alemanya, França i Itàlia, per exemple, l'avanç de les exportacions de béns està sent menys dinàmic: un 7,8%, un 9,5% i un 9,8%, respecte del 14,6% que anota Espanya.

Encara que el dinamisme de les exportacions espanyoles ha sorprès en el context actual, el seu bon comportament ve de lluny. Arrenca a la crisi financera i de deute sobirà de fa una dècada, quan moltes empreses espanyoles es van veure forçades a mirar cap a l'exterior davant la debilitat de la demanda interna. Empeses per la recuperació de la competitivitat de l'economia espanyola, el nombre d'empreses que exporten de manera regular no ha parat de créixer, passant de les 35.000 el 2010 a les 57.000 l'any passat, i els pes de les exportacions de béns i serveis ha augmentat és de 15 p. p., fins situar-se en el 41,6% del PIB.

En els pròxims mesos, el dinamisme de les exportacions espanyoles podria perdre una mica d'empenta. La previsible desacceleració dels principals països desenvolupats, on es destina el gruix de les exportacions, serà difícil de sortejar. De tota manera, això no ens ha de fer perdre de vista l'excel·lent trajectòria dels últims anys, que un cop més ha estat clau per esmorteir l'impacte d'un context advers.

CERCLE D'ECONOMIA

Oriol Aspachs

Juny del 2023

Amb la col·laboració de:

CaixaBank Research

CERCLE D'ECONOMIA

Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)

Emerging economies stock markets

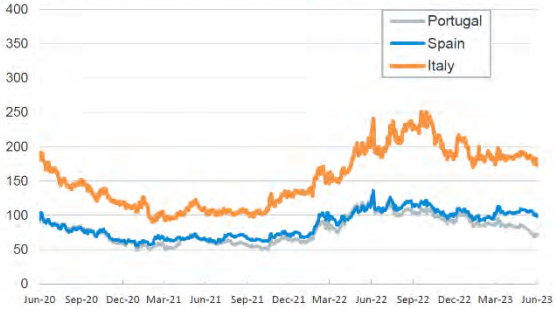
Index (100=Three years ago)

Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)

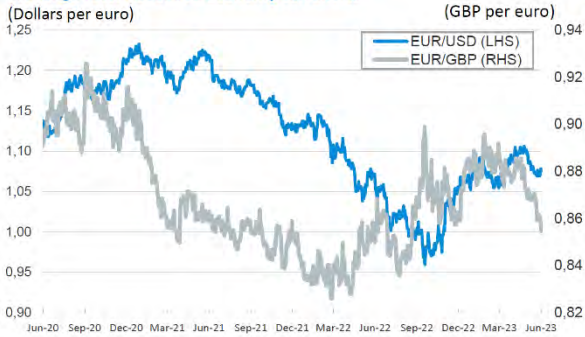
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro) (GBP per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

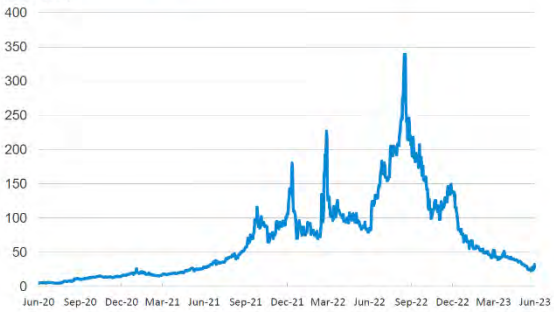
Index (100=Three years ago)

Brent oil price

(US$/barrel)

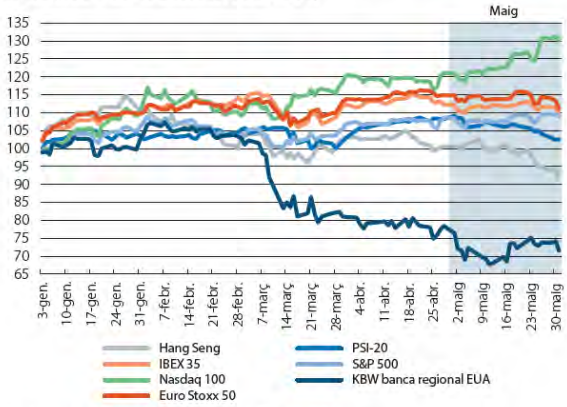
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Evolució dels índexs borsaris des de l'inici de l'any

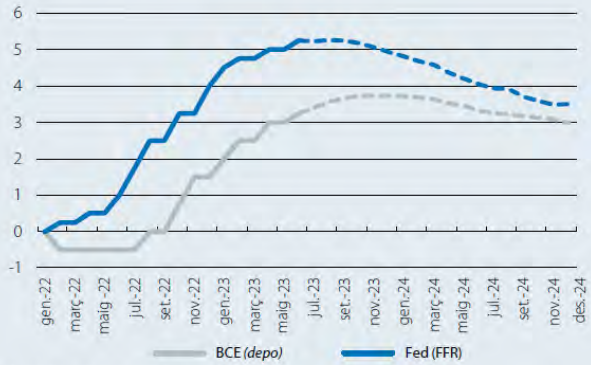
Índex (100 = 30 de desembre del 2022)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eikon Refinitiv.*

Tipus d'interès oficials i expectatives de mercat

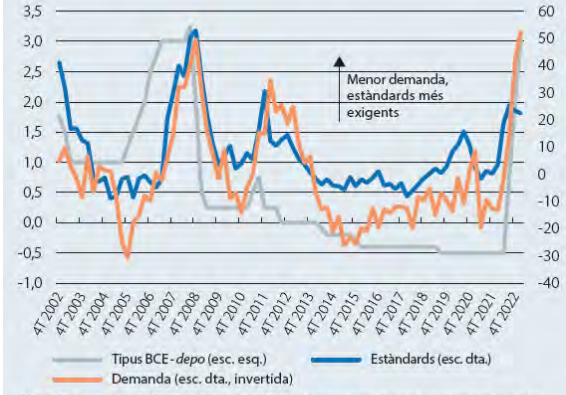
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed, del BCE i de Bloomberg.*

Zona de l'euro: estàndards i demanda de crèdit

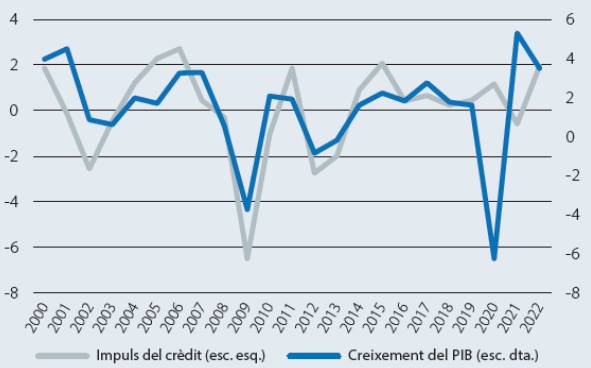
(%) *(%)*



Nota: *Els percentatges fan referència a la diferència neta entre el nombre d'entitats que han endurit els estàndards/han vist un augment de la demanda i les que han relaxat els estàndards/ han vist una caiguda de la demanda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta sobre Préstecs Bancaris del BCE.*

Zona de l'euro: impuls del crèdit i PIB

(%) *(%)*



Nota: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu del crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.*

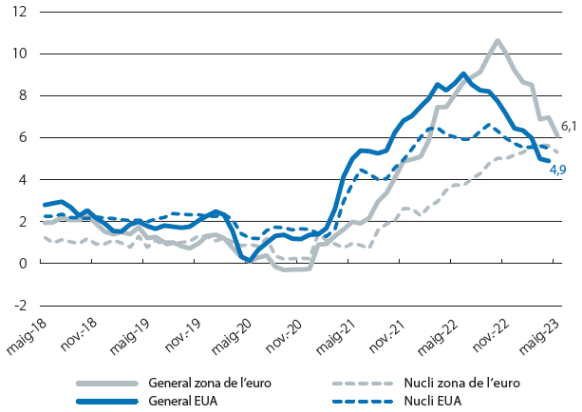
Previsions de la Comissió Europea

	PIB Var. an. (%)		Inflació Var. an. (%)		Deute públic (% del PIB)		Saldo fiscal (% del PIB)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Zona euro	1,1	1,6	5,8	2,8	90,8	89,9	-3,2	-2,4
Alemanya	0,2	1,4	6,8	2,7	65,2	64,1	-2,3	-1,2
França	0,7	1,4	5,5	2,5	109,6	109,5	-4,7	-4,3
Itàlia	1,2	1,1	6,1	2,9	140,4	140,3	-4,5	-3,7
Espanya	1,9	2,0	4,0	2,7	110,6	109,1	-4,1	-3,3
Portugal	2,4	1,8	5,1	2,7	106,2	103,1	-0,1	-0,1

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, primavera del 2023).

EUA i zona de l'euro: IPC

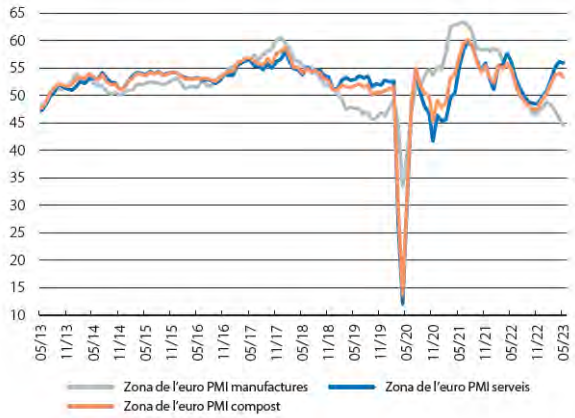
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: PMI

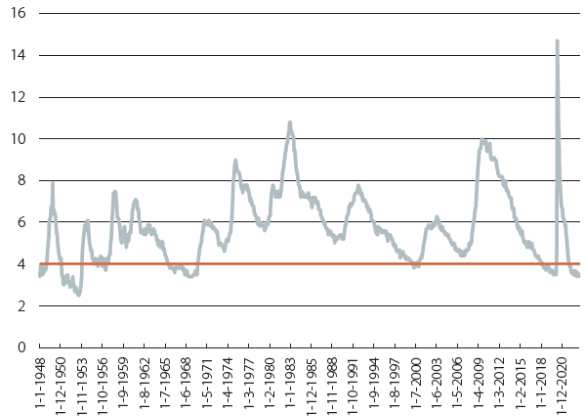
Índex



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

EUA: taxa d'atur

(%)

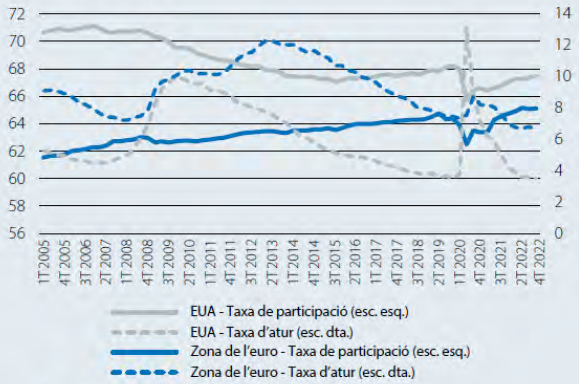


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

EUA i zona de l'euro: mercat laboral

(% de població entre 15 i 74 anys)

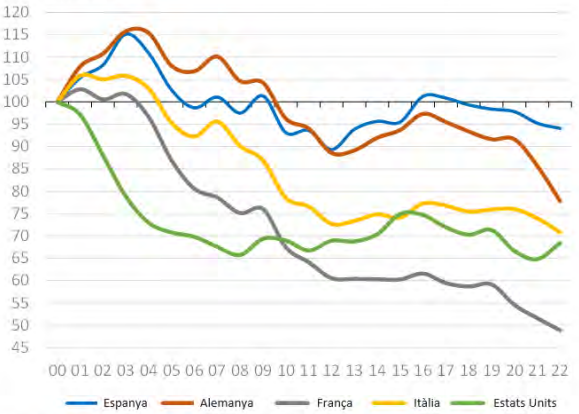
(% de població activa entre 15 i 74 anys)



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

Quotes en les exportacions mundials de mercaderies

Índex (2000=100)



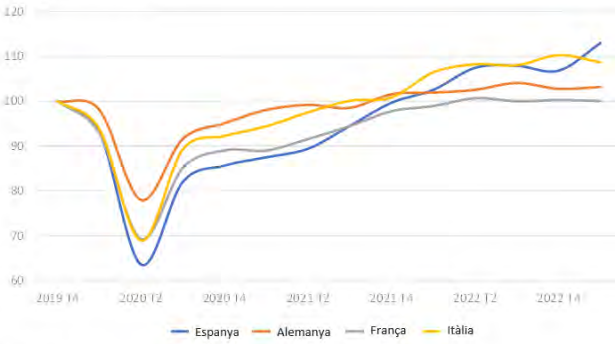
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del OMC.*

*Zona de l'euro: emmagatzematge de gas **

(% de consum)

Exportacions de béns i serveis en termes reals

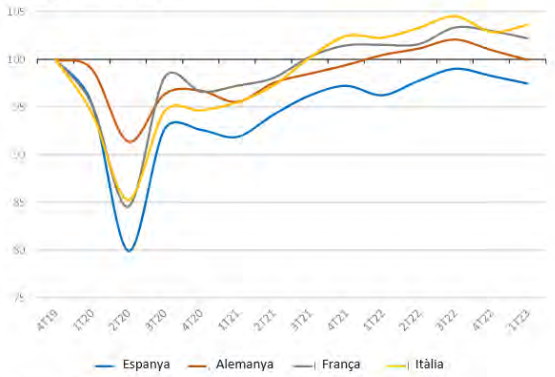
Índex (2019 T4=100)



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

Demanda interna en termes reals

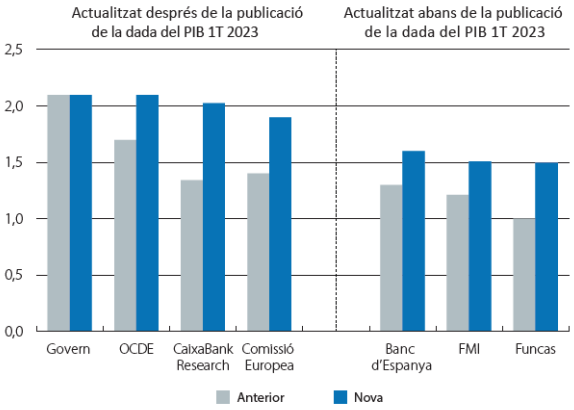
Índex (4T 2019=100)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'Eurostat.*

Espanya: comparativa de previsions del PIB

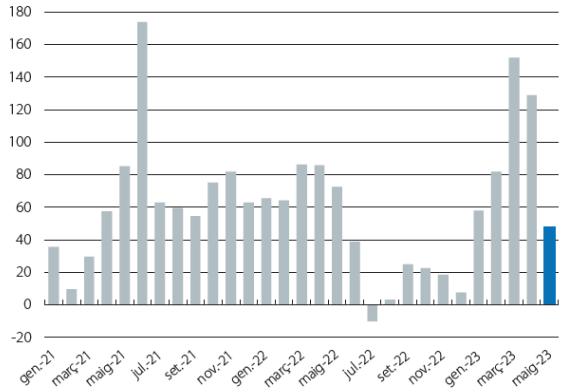
Variació anual el 2023 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Govern, de la Comissió Europea, de l'OCDE, del Banc d'Espanya, de l'FMI i de Funcas.*

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

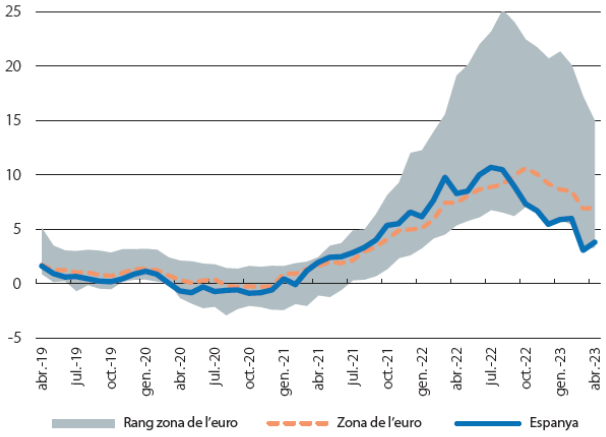
Variació intermensual (en milers)



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

Espanya i zona de l'euro: IPC general

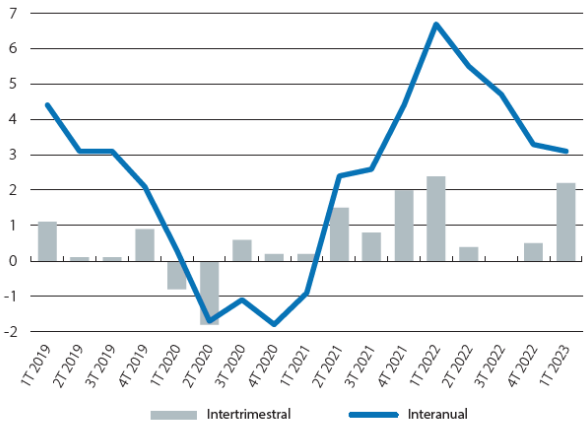
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'Eurostat per a l'IPCH.*

Espanya: preu de l'habitatge (taxació)

Variació (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA.*