

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 Juliol 2023

### El BCE i la Fed volen apujar els tipus encara més

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

---

**La inflació dels Estats Units continua moderant-se però l'activitat aguanta. Els indicadors de confiança van romandre en terreny expansiu al juny i el mercat laboral va conservar una destacable fortalesa, amb un ritme de creació d'ocupació molt elevat i un creixement salarial encara molt dinàmic. A més, el sector immobiliari, especialment sensible als elevats tipus d'interès, va oferir nous senyals de resiliència, amb un repunt del 12,2% intermensual en les vendes d'habitatges nous. En conjunt, les dades del 2T suggereixen un nou avanç del PIB que podria situar-se al voltant del 0,4% intertrimestral. Això només suposaria un lleuger alentiment respecte del 0,5% registrat en el 1T. En canvi, el ritme al qual la taxa d'inflació es modera és més alegre. Al maig, va davallar 9 dècimes i es va situar en el 4,0%, gràcies a la forta davallada dels preus energètics (-3,6% intermensual).**

**La zona de l'euro, de més a menys i amb disparitats. La indústria continua reportant xifres molt dèbils, amb una producció industrial que amb prou feines va anotar un +0,2% interanual a l'abril i uns PMI manufacturers sostingudament en zona contractiva (44,7 punts en la mitjana del 2T i 43,6 al juny). Així, els serveis (PMI en els 54,6 punts en la mitjana del trimestre, tot i que baixant fins als 52,4 al juny) i**

el mercat laboral (amb una taxa d'atur del 6,5% al maig, mínim històric) continuen sent el principal suport de l'activitat. D'altra banda, també s'observa un contrast entre la resiliència de les economies de la perifèria i la debilitat del nucli. En concret, les revisions estadístiques del PIB del 1T van confirmar una Alemanya en recessió tècnica (-0,3% intertrimestral en el 1T 2023 i -0,5% en el 4T 2022). Això, sumat a la volatilitat d'Irlanda (-4,6% intertrimestral) i la contracció dels Països Baixos (-0,7%), va arrossegar el conjunt de la zona de l'euro (-0,1% intertrimestral després d'una estimació inicial del +0,1%), malgrat el dinamisme d'Espanya (+0,5%) i Itàlia (+0,6%) i un avanç moderat a França (+0,2%). Així i tot, al llarg del 2T les disparitats s'han anat resolent a la baixa, amb un deteriorament generalitzat dels índexs de confiança, tant entre països com entre sectors, de manera que el PMI compost del conjunt de la zona de l'euro va acabar situant-se en zona contractiva al juny.

**La inflació europea davalla, però de forma gradual.** Al juny, la inflació general del conjunt de la zona de l'euro va disminuir fins al 5,5% interanual (-0,6 p. p. respecte del maig), mentre que, després de dos mesos de moderació, la inflació nucli (que exclou l'energia i tots els aliments) va repuntar 1 dècima, fins al 5,4% interanual. De tota manera, cal esperar que la inflació nucli continuï davallant en els pròxims mesos. De fet, una mesura de la inflació que captura millor l'evolució actual dels preus, l'anomenat *momentum* (la variació de la mitjana de l'IPCA de tres mesos sobre la mitjana dels tres mesos immediatament anteriors, degudament anualitzada i desestacionalitzada), suggereix una general del 3,8% i una nucli del 4,3% al juny.

**Els bancs centrals creuen que calen pujades de tipus addicionals.** A les reunions del juny, els principals bancs centrals van mencionar la necessitat d'endurir encara més el biaix restrictiu de la política monetària. El mes va arrancar amb uns augments de tipus inesperats a Canadà i a Austràlia, els bancs centrals dels quals havien decidit aturar el cicle de pujades a l'inici d'enguany. Als Estats Units, la Reserva Federal va mantenir sense canvis els tipus oficials en l'interval 5,00-5,25%, en consonància amb el que s'esperava, per bé que va sorprendre el fet que indiqués almenys dues pujades més en el que resta de l'any. Els implícits als mercats monetaris cotitzen una elevada probabilitat de dues pujades addicionals, mentre que s'aplaça al començament del 2024 l'inici de les baixades. D'altra banda, tal i com s'esperava, el BCE sí va pujar els tipus d'interès en 25 p. b. i va situar el depo en el 3,50%. Però, a més, el BCE va suggerir un nou increment dels tipus al juliol, i els missatges més recents d'alguns membres del BCE han posat damunt la taula la possibilitat de pujades addicionals al setembre.

Els tipus sobirans recullen el nou canvi d'expectatives en els tipus d'interès oficials. L'ajustament de les expectatives sobre l'evolució dels tipus oficials ha generat un ascens dels tipus sobirans, especialment en els bons de curta durada. Com a resultat, les principals corbes sobiranes van ampliar la seva inversió: als Estats Units, el diferencial en la rendibilitat del bo amb venciment a 10 anys respecte del bo a 2 anys va arribar fins als -100 p. b., el mínim des de la dècada del 1980, mentre el mateix diferencial a la corba alemanya se situava en els -80 p. b., el nivell més baix des del 1992. D'altra banda, els tipus interbancaris van pujar a banda i banda de l'Atlàntic, i a Europa l'euríbor a 12 mesos va superar el llindar del 4,0% per primera vegada des del 2008. Mentrestant, les primes de risc del deute perifèric europeu van estendre el bon comportament, amb davallades al voltant dels 5 p. b. tant a Espanya (fins als 100 p. b.) com a Portugal (fins als 70 p. b.), a pesar de la confirmació que el BCE deixarà d'invertir la totalitat dels venciments de l'APP.

L'economia espanyola va perdre dinamisme. L'INE va revisar lleugerament a l'alça el creixement del PIB del 1T 2023, fins a un 0,6 intertrimestral (1 dècima per damunt del que havia estimat inicialment), de manera que aquell trimestre ja hauria superat el nivell pre-pandèmia. Les dades referents al 2T suggereixen que l'economia continua creixent, però a un ritme més moderat. La debilitat de la indústria s'està intensificant, com reflecteix la reculada de l'índex de sentiment empresarial (PMI) del sector manufacturer, fins a un 48,0 al juny, per sota del nivell que delimita la zona expansiva (50) i el més baix en sis mesos, i la caiguda de la producció industrial a l'abril-maig (-0,5% respecte del 1T). Així mateix, el refredament del consum de les llargs es perllonga, tal i com mostra el monitor de consum de CaixaBank Research, que anota un creixement de l'activitat de les targetes espanyoles en el 2T del 5% interanual, per sota del registre del trimestre anterior (9%). També el mercat laboral està perdent embranzida. Al juny, els afiliats en mitjana a la Seguretat Social van augmentar en 54.541 persones, la dada més fluixa en aquest mes des del 2015 i que contrasta amb els registres del juny del 2022 (115.000) i de la mitjana dels mesos de juny de 2014-2019 (74.000). En termes desestacionalitzats, l'ocupació anota una caiguda de 20.119 afiliats, el primer descens des del juliol de l'any passat. Només el sector serveis continua oferint bones xifres, empès, en gran part, per l'excel·lent temporada turística. L'entrada de turistes estrangers al maig va superar els 8,2 milions, situant-se un 3,8% per damunt del mateix mes del 2019 (+1,2% a l'abril i -

3,5% en el 1T 2023), i la despesa turística es va aproximar als 8.500 milions d'euros, superant en un 19,5% el registre del maig del 2019.

La taxa d'inflació ja s'ha situat per sota del 2,0% a Espanya. Encara no es pot donar per tancat el xoc inflacionista, però la dada que s'ha conegut el mes de juny (un 1,9%, concretament) podria marcar l'inici d'una nova fase per a l'economia espanyola. A diferència del que solia passar històricament, mentre que la major part de les economies desenvolupades encara pateixen augments de preus elevats, sembla que aquesta vegada l'economia espanyola va un pas per davant i ja presenta taxes d'inflacions moderades. Els pròxims mesos seran claus per confirmar que no es tracta d'un fet puntual. I si es ratifica aquesta nova tendència, les implicacions seran molt positives.

Els senyals que la inflació pot estar endinsant-se en una nova fase són múltiples, però en destaquen tres. Primer, els factors que van impulsar l'augment de preus en primera instància ja s'han esvaït. El preu del petroli i el del gas es troben en nivells similars als de l'any 2021, així com el de la resta de matèries primeres que també van experimentar un fort augment després de la invasió russa d'Ucraïna. Deixar de posar llenya al foc és el primer pas perquè s'apagui.

Segon, el canvi de to de les pressions inflacionistes és generalitzat en la major part dels components de l'IPC, de manera que els efectes indirectes del xoc inicial al conjunt de béns de consum sembla que estan arribant a la fi. Així, mentre que al gener prop del 25% dels béns presentava un augment de preus superior al 20% (variació mensual anualitzada ajustada d'estacionalitat), al maig, la proporció amb prou feines arribava al 2% i més del 30% dels béns ja registrava una caiguda de preu. Aquest canvi de tendència també s'observa en els aliments. En aquest cas, el 45% va arribar a presentar un augment de preus superior al 20%, però les últimes dades mostren que aquesta situació s'ha revertit. Pràcticament no hi ha aliments que registrin augments de preus tan elevats, i en canvi prop del 30% anoten caigudes de preu.

Tercer, les pressions salarials estan sent contingudes. Segons l'indicador de salaris de CaixaBank Research, els ingressos salarials van augmentar el 3,9% al maig. A més, gràcies a l'acord assolit entre la patronal i els sindicats, podem avançar que en els pròxims anys no hi haurà una desaceleració, de manera que no hauria de convertir-se en un factor que dificulti l'ajustament de la inflació.

Tot això fa pensar que és difícil que en els pròxims mesos torni a produir-se un repunt molt significatiu de la inflació. En funció de com evolucioni el preu de l'energia i de quan es retirin les mesures de suport del Govern, la inflació podria repuntar lleugerament per damunt del 3%, però és menys probable que es torni a superar la cota del 4% en els propers trimestres.

Si es compleix l'escenari, [les llars podran seguir recuperant el poder adquisitiu](#) que van perdre durant els últims trimestres. En concret, la renda bruta disponible per llar en termes reals (és a dir, descomptant-hi l'efecte de l'augment de preus), després de recular un 5,0% el 2022, cal esperar que enguany ja registri una taxa de creixement positiva, que podria apropar-se a l'1,0%.

Un altre aspecte és la [millora de la competitivitat de l'economia espanyola](#) que està tenint lloc gràcies a les menors pressions inflacionistes. Des del gener del 2022, l'augment de preus acumulat a la zona de l'euro ha estat 3 p. p. superior al que s'ha registrat a Espanya, un factor que està ajudant a l'excel·lent evolució de les exportacions espanyoles.

Oriol Aspachs  
Juliol del 2023

Amb la col·laboració de:



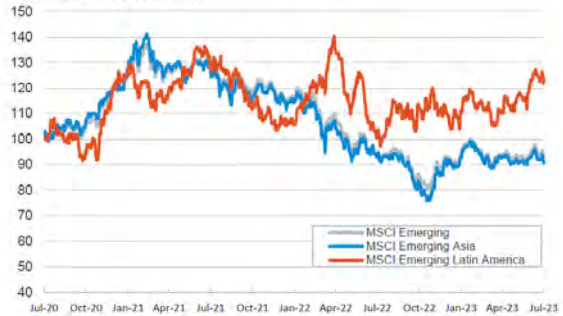
### Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



### Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



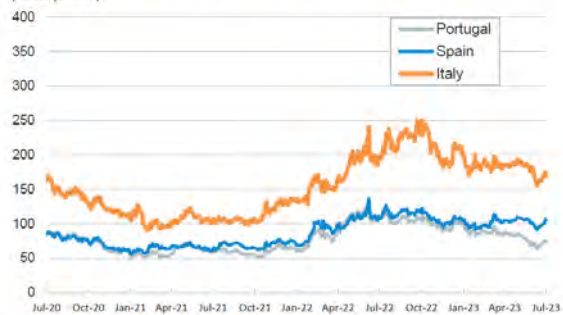
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



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

(basis points)



### Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



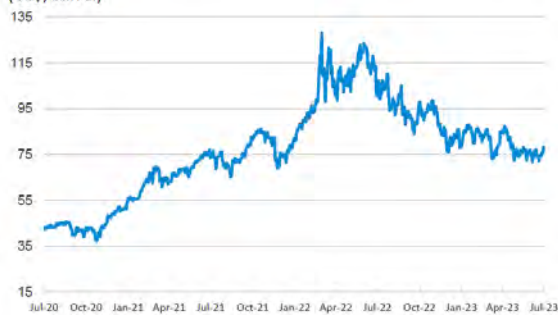
### Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



### Brent oil price

(US\$/barrel)



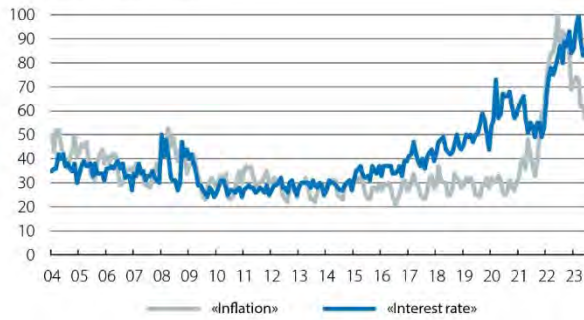
### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



### Món: cerques a Google d'inflació i de tipus d'interès

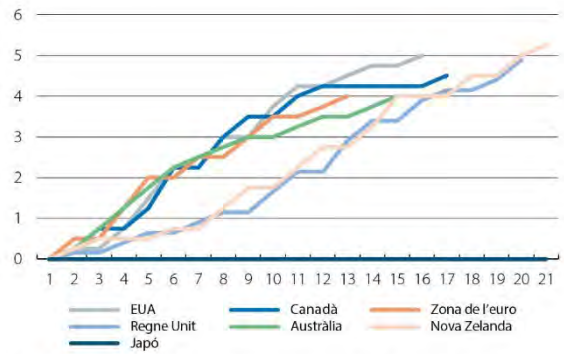
Índex (100 = màxim)



**Notes:** Els números reflecteixen l'interès de cerca en relació amb el valor màxim. Un valor de 100 indica la popularitat màxima del terme, mentre que 50 indica que un terme és la meitat de popular en relació amb el valor màxim.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Google Trends.

### El cicle de pujades dels tipus d'interès de diferents bancs centrals

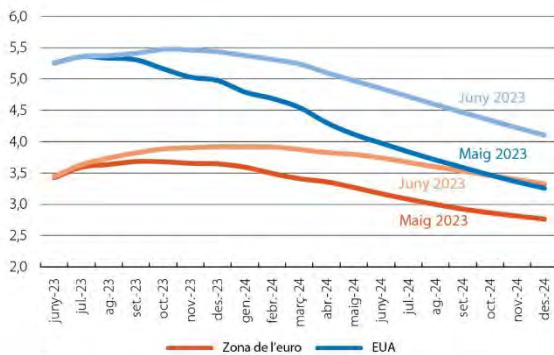
(p.p.)



**Notes:** A l'eix horitzontal, mostrem els mesos transcorreguts des de la primera pujada d'aquest cicle. A l'eix vertical, els p.p. d'augment dels tipus d'interès oficials de llavors ençà.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE

(%)

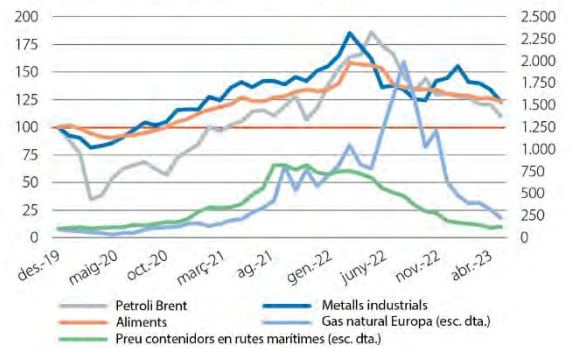


**Nota:** Forwards sobre l'EFFR i tipus OIS de la zona de l'euro a partir de les corbes d'interès de mercat.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Preu de diferents commodities i serveis globals

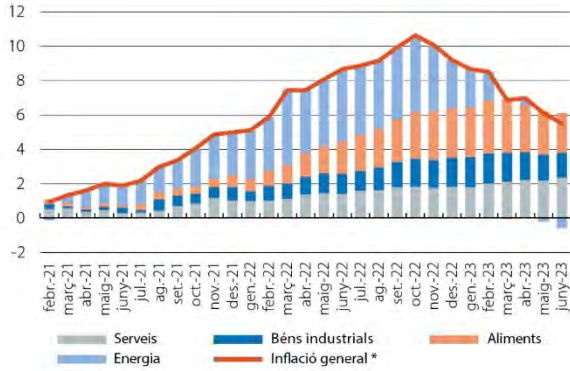
Índex (100 = desembre 2019)

Índex (100 = desembre 2019)



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Food and Agriculture Organization i de Freightos.

### Zona de l'euro: contribució a la inflació general (p.p.)



**Nota:** \* Variació interanual.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Zona de l'euro: intencions de preus de venda segons les enquestes a les empreses

#### Zona de l'euro: salaris

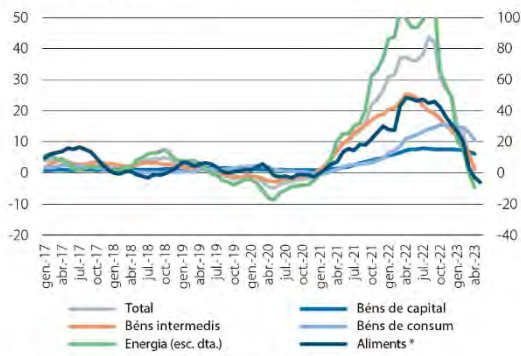
Variació interanual (%)



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BCE i d'Indeed.com.

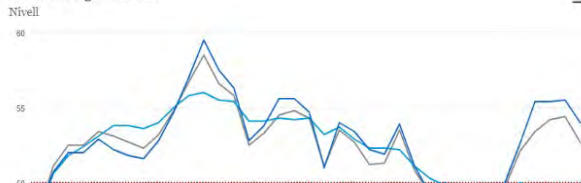
### Zona de l'euro: preus de producció

Variació interanual (%)

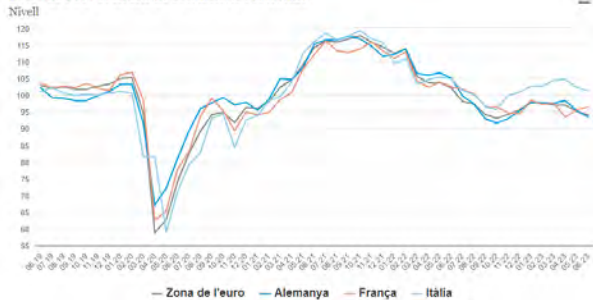


**Nota:** \* Index de preus a peu de granja recopilat pel BCE.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del BCE.

#### Indicadors globals PMI

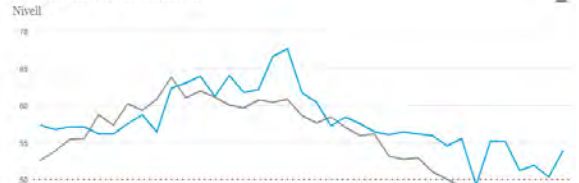


#### Zona de l'euro: index de sentiment econòmic

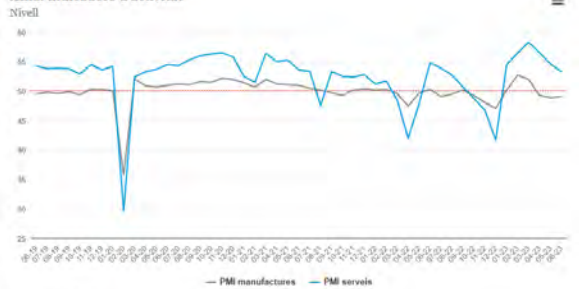


**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea

#### EUA: indicadors de sentiment



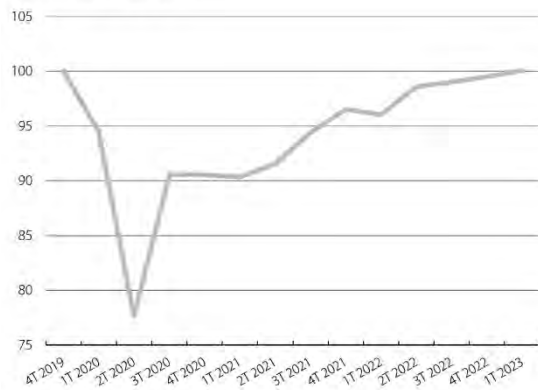
#### Xina: indicadors d'activitat



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina



## Espanya: PIB Índex (100 = 4T 2019)



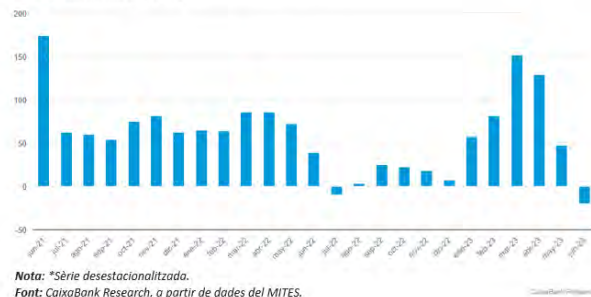
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

## Espanya: índexs PMI Nivell



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

## Espanya: afiliats a la Seguretat Social\* Variació intermensual (milers)



Nota: \*Sèrie desestacionalitzada.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MITES.

## Espanya: compravendes totals d'habitatge Variació interanual (%)



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

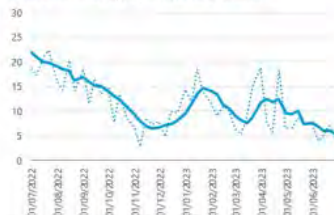
## Consum al conjunt d'Espanya

Despesa i reintegrament amb targetes emeses per CaixaBank i despesa d'estrangers en TPV de CaixaBank\*

Variació interanual	Setmanes de maig						Setmanes de juny								
	1T 2023	2T 2023	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	1/5-7/5	8/5-14/5	15/5-21/5	22/5-31/5	Jun-23	1/6-7/6	8/6-14/6	15/6-21/6	22/6-30/6
<b>Targetes espanyoles</b>	9%	5%	6%	10%	7%	5%	4%	6%	4%	7%	3%	3%	4%	6%	1%
Consum presencial (excl. reint.)	12%	7%	9%	13%	9%	7%	9%	6%	3%	8%	4%	5%	5%	6%	2%
Béns de primera necessitat	19%	18%	20%	20%	20%	21%	18%	21%	19%	25%	14%	17%	14%	16%	11%
Aerotall	8%	2%	1%	15%	4%	-2%	4%	-4%	-12%	1%	3%	-1%	2%	5%	6%
Transport	-4%	-13%	-5%	-6%	-9%	-12%	-10%	-11%	-14%	-13%	-17%	-15%	-17%	-17%	-19%
Oci i restauració	21%	12%	12%	25%	18%	9%	17%	8%	10%	4%	10%	7%	14%	11%	9%
Turisme (al·loguament, agències, etc.)	15%	1%	7%	18%	10%	0%	11%	-2%	-6%	-1%	-5%	-11%	-4%	-4%	-3%
Reintegraments	0%	0%	-2%	2%	0%	0%	-7%	6%	-1%	2%	0%	-4%	1%	-1%	4%
<b>E-commerce espanyol</b>	16%	8%	15%	16%	11%	10%	10%	7%	12%	10%	5%	12%	5%	14%	-7%
<b>Targetes estrangeres</b>	25%	18%	30%	29%	23%	19%	23%	20%	25%	11%	13%	7%	10%	13%	20%
Consum presencial (excl. reint.)	34%	18%	30%	29%	22%	20%	23%	21%	29%	11%	13%	7%	12%	12%	19%
Reintegraments	-11%	-11%	-17%	-16%	-9%	-10%	-10%	-7%	-13%	-10%	-13%	-13%	-17%	-16%	-6%
<b>e-commerce</b>	58%	26%	50%	52%	36%	24%	24%	26%	25%	21%	22%	15%	12%	25%	33%
<b>Total espanyoles i estrangeres</b>	12%	7%	9%	12%	9%	8%	7%	9%	7%	8%	5%	4%	5%	7%	4%

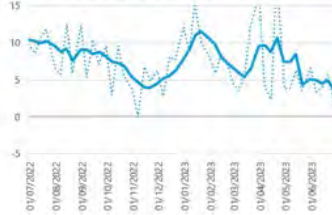
### Total targetes espanyoles i estrangeres

Variació interanual (%), mitjana mòbil de 4 setmanes\*\*



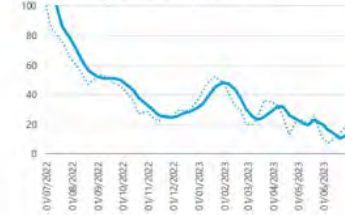
### Targetes espanyoles

Variació interanual (%), mitjana mòbil de 4 setmanes\*\*



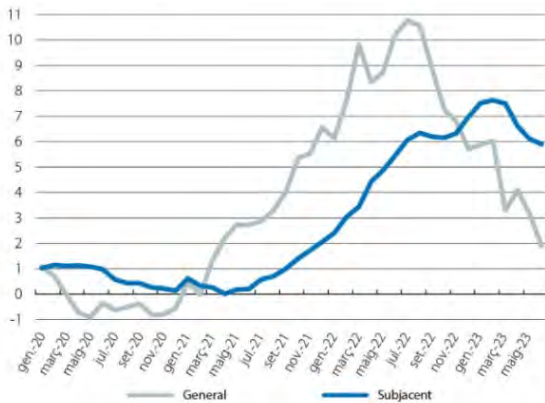
### Targetes estrangeres

Variació interanual (%), mitjana mòbil de 4 setmanes\*\*



## Espanya: evolució de l'IPC

Variació interanual (%)



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

## Espanya: tipus de canvi efectiu real segons el cost laboral unitari

Índex (100 = 2015)

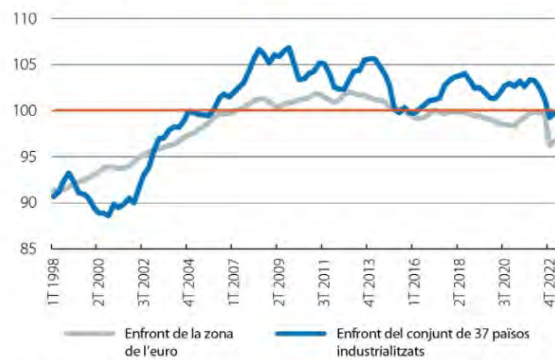


Notes: Els 37 països industrialitzats inclouen la UE-27 més Austràlia, el Canadà, els EUA, el Japó, Noruega, Nova Zelanda, Mèxic, Suïssa, el Regne Unit i Turquia. La mesura enfront de la zona de l'euro, en no haver-hi un tipus de canvi, correspon a la ràtio entre els costos laborals unitaris a Espanya enfront dels de la zona de l'euro.

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

## Espanya: tipus de canvi efectiu real segons l'IPC

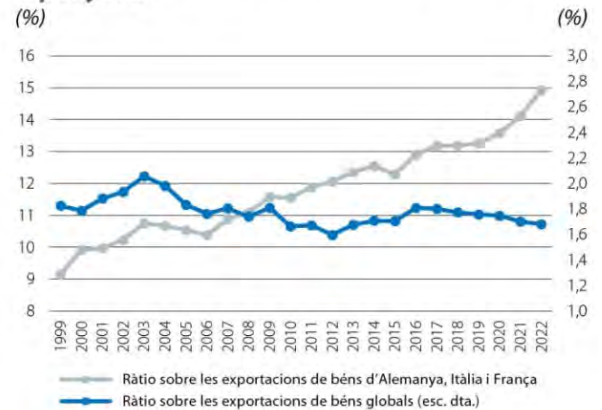
Índex (100 = 2015)



Notes: Els 37 països industrialitzats inclouen la UE-27 més Austràlia, el Canadà, els EUA, el Japó, Noruega, Nova Zelanda, Mèxic, Suïssa, el Regne Unit i Turquia. La mesura enfront de la zona de l'euro, en no haver-hi un tipus de canvi, correspon a la ràtio entre la inflació a Espanya enfront de la de la zona de l'euro. Les dues sèries han estat suavitzades mitjançant un ajust estacional.

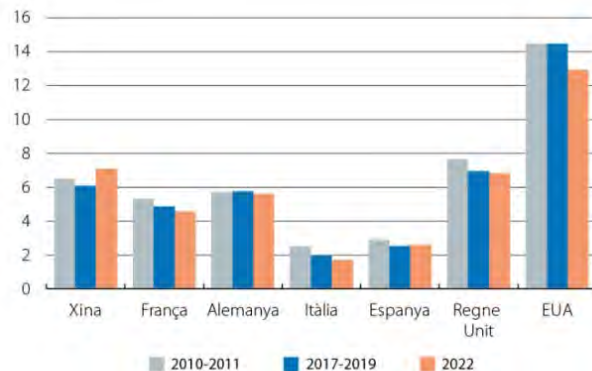
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i d'Eurostat.

## Espanya: ràtio de les exportacions de béns espanyoles



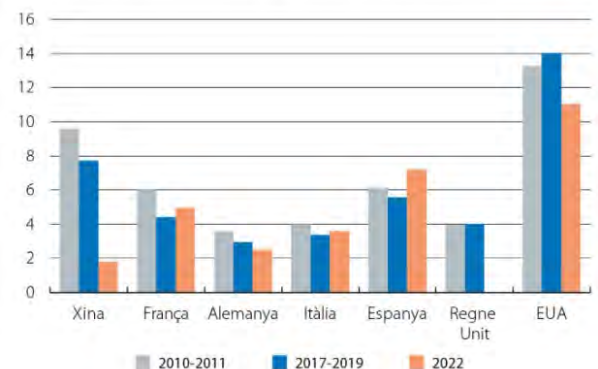
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Comerç.

## Quota de les exportacions de serveis sobre el total mundial (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Comerç.

## Quota de les exportacions de serveis turístics en el total mundial per països (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Organització Mundial del Comerç.