

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 de Desembre 2023

2023 s'acomiada amb un xic d'optimisme

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Torna l'optimisme als mercats. De l'agost a l'octubre, els moviments dels mercats van estar dominats pel manteniment de la política monetària restrictiva, una inflació persistentment per damunt de l'objectiu del 2% i l'expectativa del *higher for longer*. Tot plegat va llastar les borses i va impulsar les rendibilitats sobiranes. No obstant això, les últimes dades suggereixen un aterratge suau de les economies i una moderació de la inflació més ràpida del previst, cosa que ha propiciat un canvi de rumb important als mercats durant el mes de novembre. Així, al novembre, els inversors van mostrar un to *risk-on*, impulsant guanys a les borses, retallades en les rendibilitats del deute sobirà i un debilitament del dòlar respecte de les principals divises.

Els brancs centrals deixen d'apujar els tipus i els mercats especulen amb les primeres baixades. A les reunions d'octubre, els principals bancs centrals van mantenir sense canvis els tipus d'interès i es van situar en mode pausa després de dos anys d'augment de tipus de manera sostinguda en el que ha estat un dels cicles d'enduriment

de política monetària més agressius de les últimes dècades. Els mercats han interpretat aquesta pausa com la fi del cicle de pujades a banda i banda de l'Atlàntic, una visió que compartim des de CaixaBank Research. Tot i així, diversos membres dels principals bancs centrals van ressaltar diverses vegades durant el mes que encara queda camí per recórrer per arribar a l'objectiu d'inflació, emfatitzant que l'estratègia passa ara per mantenir la política monetària en una posició restrictiva durant un bon temps. Però, malgrat aquests missatges, els mercats van endurir les expectatives sobre les retallades dels tipus per al 2024, animats pel descens de les últimes dades d'inflació. En concret en el cas de la Fed, a tancament del novembre les expectatives dels inversors van avançar la previsió de la primera retallada al març del 2024 i projectaven retallades acumulades de 115 p. b. per al conjunt de l'any (a l'octubre assenyalaven el juny per a la primera retallada i baixades acumulades de 65 p. b.). Pel que fa al BCE, els implícits del mercat van anticipar la primera retallada fins al març (ant., abril), amb l'expectativa de davallades de 120 p. b. en l'acumulat del 2024 (ant., 85 p. b.).

Les rendibilitats dels bons sobirans registren el pitjor mes en anys. Aquestes expectatives d'una pivotada en la política monetària més aviat que tard el 2024 es van traduir en un ral·li important en el deute sobirà durant el mes de novembre. Els tipus sobirans a 10 anys van acumular caigudes de més de 60 p. b. als Estats Units i més de 40 p. b. a Alemanya, els moviments més pronunciats des del 2011 en el cas americà i des del 2021 en l'alemany, desfent gran part de les pujades de la segona meitat de l'any. Aquestes dinàmiques s'han intensificat durant les primeres setmanes de desembre. En aquest context, les economies europees perifèriques van estrènyer les seves primes de risc en veure caigudes més pronunciades que les del nucli, amb l'impuls addicional d'Itàlia després de la confirmació del *rating* sobirà per part de les agències de qualificació creditícia Moody's i Fitch.

Estats Units, crònica d'una desacceleració que es resisteix a arribar. L'impacte de les pujades de tipus fetes per la Fed (525 p. b. des del febrer del 2022) no acaba de visualitzar-se als agregats macroeconòmics. De fet, en el 3T el PIB nord-americà encara creixia un robust 1,3% intertrimestral (més del doble que en el primer semestre), gràcies al dinamisme del consum privat. Tanmateix, aquesta resiliència longeva podria

estar arribant a la fi: en el 4T, diversos *trackers* suggereixin que el ritme d'avançament del PIB es frenaria i se situaria al voltant del 0,5% intertrimestral. Per bé que l'economia americana sembla que esta aconseguint un aterratge suau, no es pot descartar que durant la primera meitat del 2024 el ritme de creixement sigui modest. Els indicadors disponibles van cap a aquesta direcció. Així, a l'octubre les vendes al detall i la producció industrial van caure un -0,1% i un -0,6% intermensual, respectivament, alhora que els indicadors de clima industrial i confiança refreden la possibilitat d'un rebot. L'ISM es va reafirmar a l'octubre en valors compatibles amb caigudes en el sector manufacturer i va confirmar l'esgotament del sector serveis. D'altra banda, el descens de la inflació es va accentuar al novembre, sobretot la general, que va davallar fins al 3,2%. Les evidències desinflacionistes també s'observen en altres indicadors que suggereixen, en conjunt, que l'objectiu de la Fed del 2,0% es podria assolir el segon semestre del 2024.

La zona de l'euro continua dèbil, però no derrotada. El PIB de la zona de l'euro va recular un 0,1% intertrimestral en el 3T i els darrers indicadors suggereixen que el de l'activitat continua sense recuperar-se, tot i que tampoc no sembla que empitjori. La consolidació de l'indicador de clima empresarial PMI al novembre per sota del llindar de 50 per sisè mes consecutiu suggereix que el PIB podria tornar a recular de forma moderada al tram final de l'any, un missatge que comparteix l'Índex de sentiment econòmic de la Comissió Europea. En aquest context d'estancament econòmic, la moderació de la inflació es va intensificar al novembre, tant la general, que va davallar fins al 2,4%, com la nucli, que va situar-se en el 3,6%. De fet, la inflació general va baixar fins a mínims de l'estiu del 2021 i la nucli va marcar mínims des de la primavera del 2022. La moderació de la inflació va ser generalitzada entre les grans economies, i l'anàlisi de les tendències de fons suggereix que la contenció de les pressions inflacionistes es podria consolidar en els pròxims trimestres.

L'economia espanyola tanca un 2023 millor del que es preveia i encara un 2024 que hauria d'anar de menys a mes. Fa un any els pronòstics per a la nostra economia no eren precisament encoratjadors. El consens d'analistes presagiava un creixement del PIB inferior a l'1% per al 2023, del 0,8% concretament, i no descartava que algun trimestre anotés un retrocés de l'activitat. Per fortuna, aquests pronòstics no es

van complir del tot, i tot suggereix que l'any tancarà amb un destacable creixement del 2,4%, gràcies en gran part que la crisi energètica es va dissipar amb més rapidesa del que s'esperava i al fort impuls del sector exterior. Així i tot, el fort augment acumulat dels tipus d'interès des del juliol del 2022, de 450 p. b., fa preveure que l'economia comenci el 2024 arrossegant els peus. La rapidesa i intensitat amb què el Banc Central Europeu ha hagut d'apujar els tipus s'ha anat reflectint en les revisions de les previsions dels analistes per al 2024. Així, si al començament del 2023 el consens preveia un creixement del PIB per al 2024 proper al 2%, al novembre del 2023 el situava en l'1,3%. No obstant això, per bé que l'impacte de la pujada de tipus d'interès serà important, l'economia espanyola continuarà disposant d'elements de suport que li permetran continuar creixent, tot i que a un ritme menor. Destaquen, en particular, la fortalesa del mercat laboral, que cimeta la confiança i l'evolució dels ingressos de les llars, i el suport dels fons europeus.

El ritme de creixement continua sent positiu, però moderat, en el tram final de l'any. L'índex PMI per al sector serveis va registrar una mitjana de 51,1 punts entre l'octubre i el novembre, una xifra molt similar a la del 3T i lleugerament per damunt del llindar que marca creixement. En contraposició, l'indicador homòleg per al sector manufacturer es va debilitar lleugerament i va registrar una mitjana de 45,7 punts en el que portem de trimestre, per sota dels 47,3 punts del trimestre anterior. D'altra banda, la producció industrial, fins a l'octubre, creix un 0,1% respecte de la mitjana del trimestre anterior (-0,6% intertrimestral en el 3T) i les vendes al detall, també fins a l'octubre, van continuar planes en termes intertrimestrals. Dins del conjunt d'indicadors de consum, destaca el segment dels béns duradors, en particular l'augment de les matriculacions de vehicles del 6,5% intertrimestral amb dades fins al novembre, respecte de l'augment del 4,8% del trimestre anterior. Així mateix, l'indicador de consum de CaixaBank Research, basat en dades de targetes, mostra un repunt de la despesa al novembre, amb un creixement que se situa en el 7,0% interanual, per damunt del 5,5% registrat en el 3T. Així, amb matisos, el quadre d'indicadors suggereix un ritme de creixement en el darrer tram de l'any que podria situar-se vora el 0,3%, el mateix registre que el del 3T.

La inflació continua donant senyals de moderació. Després del repunt del 3T, tant a l'octubre com al novembre s'han vist senyals de moderació de la inflació. Així, al

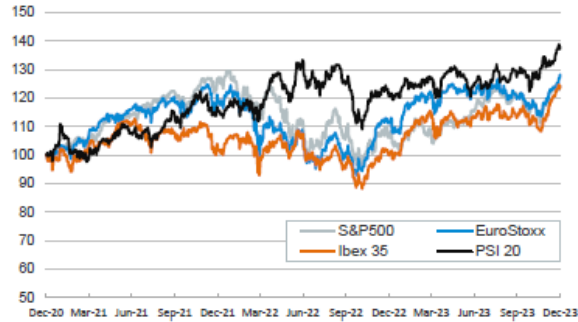
novembre va frenar la tendència a l'alça i es va estabilitzar en el 3,5%, i al novembre va disminuir 0,3 p. p. fins a situar-se en el 3,2%. Encara que aquestes dades es deuen, en part, al fet que els preus del petroli s'han suavitzat (el preu del Brent cotitza vora els 75\$/barril respecte dels 95\$/barril del final de setembre), no tot es pot atribuir a aquest producte. Així, la inflació subjacent, que exclou el component energètic i els aliments no processats, també ha mostrat una marcada tendència de moderació, i al novembre es va situar en el 4,5%, després de registrar un 5,2% a l'octubre i un 5,8% al setembre. Així mateix, analitzant el *momentum* de la inflació subjacent, una mesura que reflecteix més bé les pressions recents als preus, veiem que el novembre es va situar en el 2,8%, cosa que assenyalaria que la tendència descendent es mantindrà els propers mesos.

Oriol Aspachs
Desembre del 2023

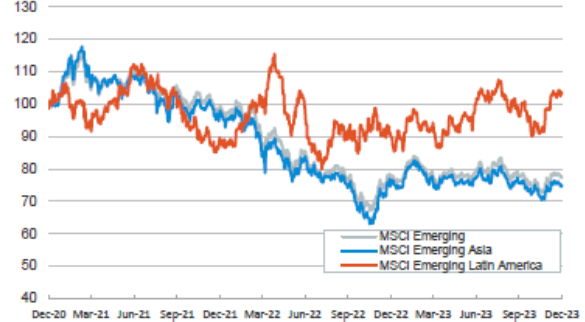
Amb la col·laboració de:



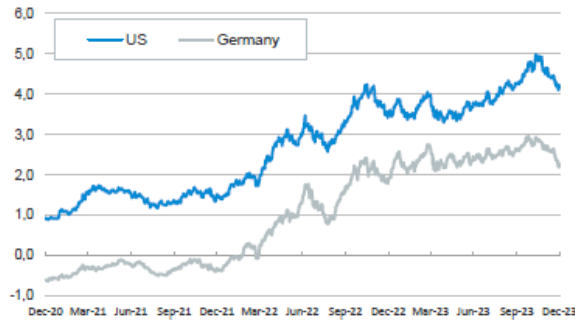
Main advanced stock markets
Index (100=Three years ago)



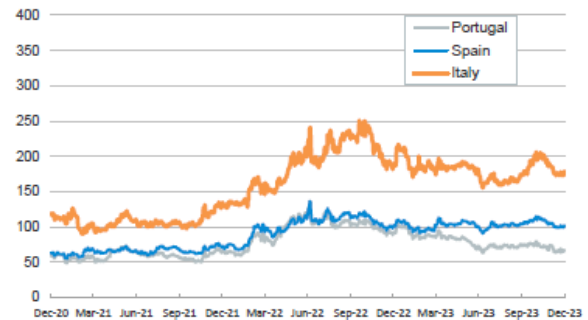
Emerging economies stock markets
Index (100=Three years ago)



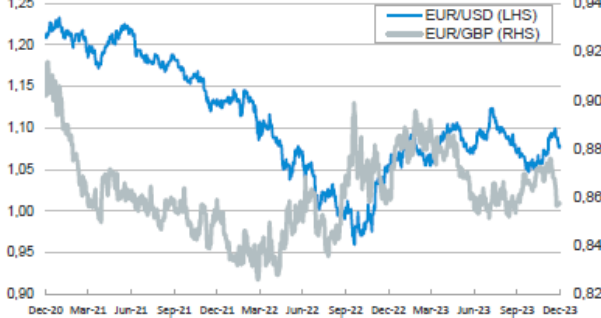
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany
(%)



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)

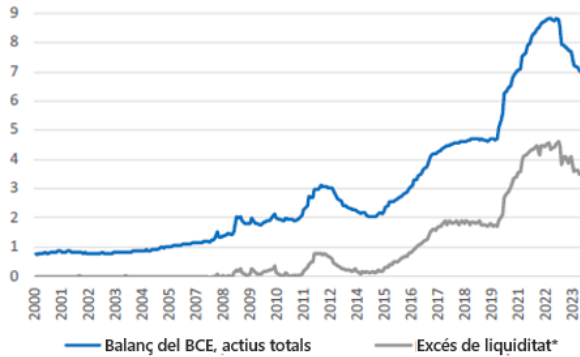


Dutch TTF Natural gas price
(€/MWh)



Balanç del BCE i liquiditat

(bilions d'euros)

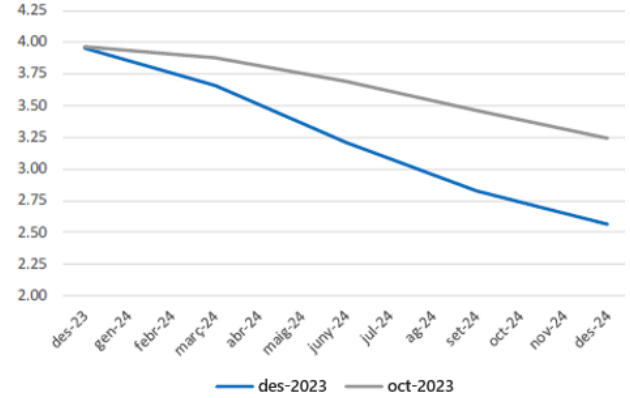


Nota: *Dipòsits en la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.

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

Euríbor a 3 mesos: expectatives de mercat*

(%)

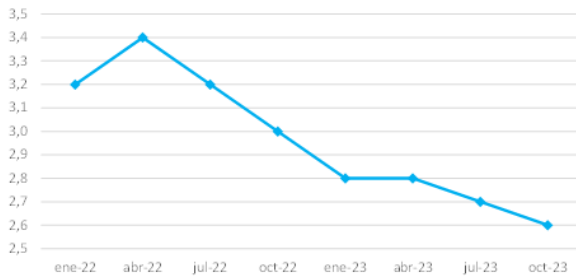


Nota: *Futurs de l'euríbor a 3 mesos.

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

Previsions de creixement per al 2024 del PIB mundial

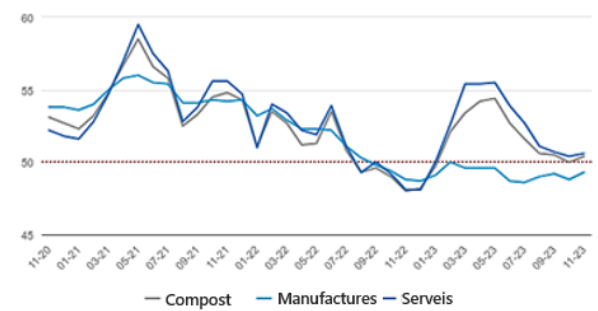
(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del consens d'analistes publicades per Reuters.

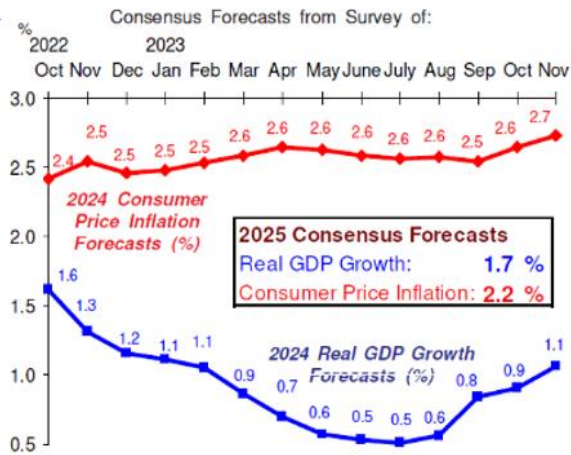
Indicadors globals PMI

Nivell

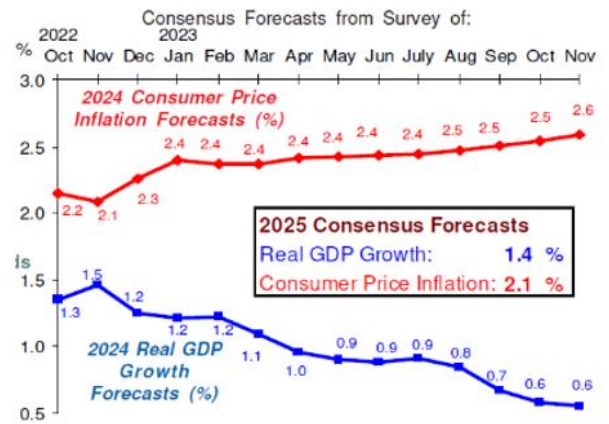


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Estats Units: evolució de las previsions d'inflació i creixement



Zona euro: evolució de las previsions d'inflació i creixement



Estats Units: índex de sentiment empresarial

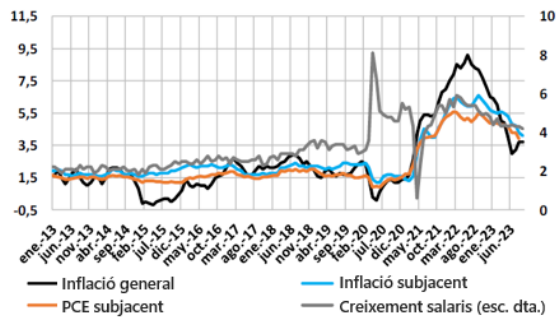
Índex



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

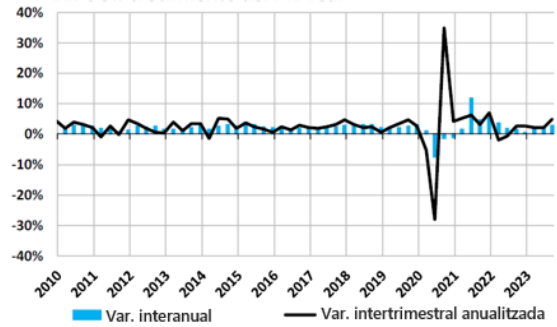
Estats Units: inflació i salaris

Variació interanual (%)



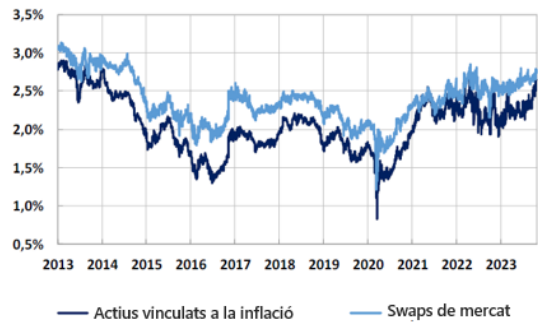
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Estats Units: creixement del PIB real



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

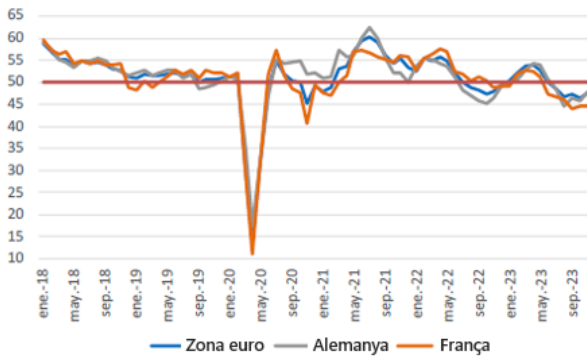
Estats Units: expectatives d'inflació a 5 anys dins de 5 anys



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Zona euro: indicador d'activitat PMI compost

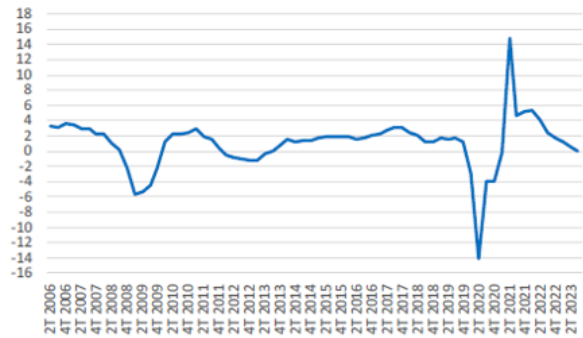
Nivell



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

Zona euro: PIB

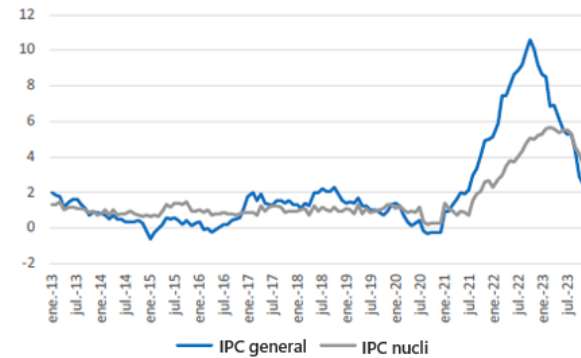
Variació interanual (%)



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

Zona euro: IPC harmonitzat

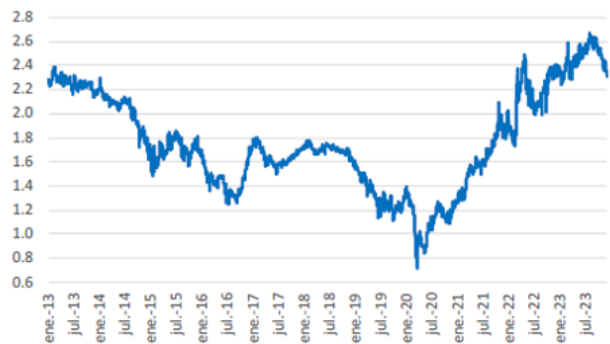
Variació interanual (%)



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

Zona euro: expectatives d'inflació de mercat

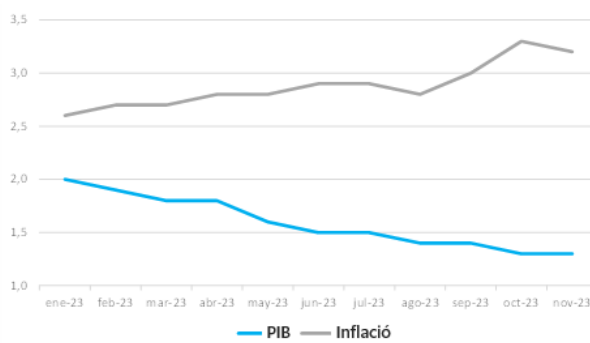
Forward d'inflació a 5 anys en 5 anys (%)



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

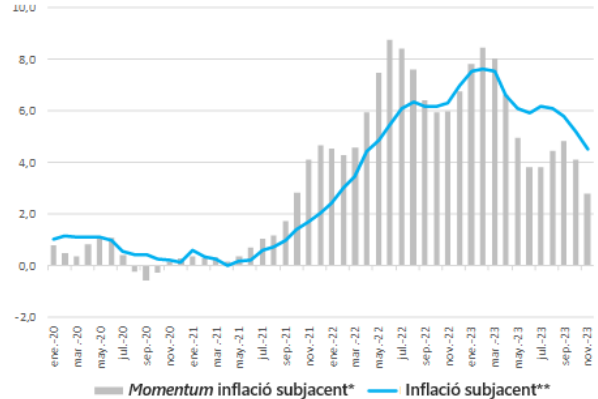
Espanya: previsions del consens d'analistes per al 2024

Variació anual (%)



Espanya: inflació subjacent i el seu 'momentum'

Variació (%)



Notes: *El 'momentum' de la inflació subjacent és la variació mòbil dels últims 3 mesos sobre els 3 mesos anteriors. **La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia. La inflació nucli exclou els aliments i l'energia.

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

Consum en el conjunt d'Espanya

Despesa i reintegraments amb targetes emeses per CaixaBank i despesa d'estrangers en TPV CaixaBank*

Variació interanual	2T 2023	3T 2023	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	Semanas de noviembre			
								1/11-7/11	8/11-14/11	15/11-21/11	22/11-30/11
Targetes espanyoles	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%	6,0%	3,8%	7,0%	8,0%	5,5%	8,2%	6,6%
Consumo presencial (exc. reintegros)	6,6%	7,9%	7,6%	7,4%	8,7%	5,2%	7,2%	8,9%	6,8%	7,3%	6,3%
Béns de primera necessitat	18%	17%	17%	18%	16%	11%	11%	15%	11%	11%	10%
Retail	1,6%	3,0%	6,9%	0,3%	1,2%	-4,4%	2,3%	13%	4,3%	-1,4%	-2,3%
Transport	-13%	-4,8%	-10%	-2,8%	-1,0%	1,0%	-2,6%	-4,3%	-2,9%	-1,7%	-1,9%
Oci i restauració	12%	12%	12%	10%	15%	4,1%	11%	7,4%	10%	15%	13%
Turisme (allotjament, agències, etc.)	1,1%	-0,2%	1,3%	-2,3%	1,0%	-1,8%	-0,9%	-4,0%	-0,5%	-0,5%	1,3%
Reintegraments	0,1%	-2,9%	-3,1%	-2,8%	-2,7%	-3,9%	0,3%	-0,3%	-3,4%	0,9%	2,7%
e-commerce	8,4%	12%	13%	10%	12%	12%	16%	20%	14%	19%	12%
Targetes estrangeres	18%	13%	13%	11%	17%	19%	20%	21%	20%	21%	19%
Consum presencial (excl. reint.)	18%	12%	11%	10%	16%	18%	19%	20%	15%	18%	21%
Reintegraments	-11%	-15%	-12%	-19%	-14%	-7,9%	-11%	-7,7%	-11%	-11%	-14%
e-commerce	26%	31%	34%	27%	32%	37%	35%	35%	52%	44%	20%
Total espanyoles i estrangeres	7,1%	7,1%	7,0%	6,2%	8,0%	6,2%	8,5%	10%	7,2%	10%	7,8%

Nota: *En el cas de les targetes estrangeres s'inclouen els reintegraments en caixers de CaixaBank. S'exclouen els clients i TPV provinents o compartits amb Bankia.

**La línia discontinua mostra la taxa interanual setmanal sense mitjana mòbil.

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