

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 Octubre 2023

### Un entorn complex i globalment advers

**Oriol Aspachs**, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

---

**L'entorn és extremament complex i globalment advers.** L'activitat econòmica està condicionada per múltiples xocs, d'elevada magnitud i molt poc habituals, així que la manera com evolucionaran és difícil de preveure. Alguns es troben en fase ascendent, mentre que d'altres sembla que ja van a menys. A més a més, afecten de forma molt diferent uns i altres sectors. D'una banda, els efectes de la pandèmia, com ara les disruptcions en el comerç global o les limitacions a la mobilitat internacional, pràcticament s'han esvaït. En canvi, les pressions inflacionistes subjacents comencen a dibuixar una gradual trajectòria descendent, mentre que l'impacte de l'augment dels tipus d'interès ja es nota, però probablement encara ha d'arribar al punt àlgid. D'altra banda, l'execució dels fons europeus NGEU ajuda a esmorteir parcialment aquests xocs, tot i que el ritme d'execució està sent inferior al que es preveia inicialment i l'impacte a curt i mitjà termini és difícil de valorar. A tot plegat hem d'afegir-hi les tensions geopolítiques i l'esclat de la guerra entre Israel i Palestina.

**L'FMI presenta un escenari de creixement molt dèbil.** En l'informe de previsions d'octubre, l'FMI confirma que el creixement mundial es frenarà el 2023 fins al 3,0% (3,5% el 2022), i retalla 0,1 p. p., fins al 2,9%, la previsió per al 2024. El gruix de la desacceleració espera que es produeixi als països desenvolupats, encara que hi ha diferències molt notables tant en aquest grup con

en el dels emergents. Dins del bloc dels desenvolupats, destaquen positivament els Estats Units, amb unes previsions de creixement que s'han revisat a l'alça tant per al 2023 (+0,3 p. p., fins al 2,1%) com per al 2024 (+0,5 p. p., fins al 1,5%). Per contra, retalla un cop més el creixement previst de la zona euro (-0,2 p. p., fins al 0,7% el 2023 i -0,3 p. p., fins a l'1,2% el 2024). Pel que fa al grup d'emergents, l'FMI considera que està aguantant més bé del que s'esperava, amb l'excepció de la Xina, que ha d'afrontar els reptes que suposa la crisi que travessa el seu sector immobiliari. En matèria d'inflació, l'FMI assenyala que continuarà davallant de forma molt gradual i que probablement no se situarà prop del 2% fins al 2025.

**El context de tipus d'interès elevats comença a fer efecte** segons l'FMI. Des del 2021, les economies desenvolupades han pujat els tipus d'interès 400 p. b. i les economies emergents, uns 650 p. b., i probablement romandran en cotes elevades durant un llarg període de temps. Tot això posarà a prova la capacitat dels agents per reemborsar els seus deutes. Fins ara, l'impacte de les pujades de tipus ha estat atenuada gràcies al fet que les empreses i les llars han ampliat els terminis del seu deute o han emprat l'estalvi acumulat durant la pandèmia. No obstant això, l'FMI senyala que aquests suports s'estan dissipant. A més, el temor d'un futur augment de la mora s'està traduint en un notable enduriment dels requeriments per a la concessió de crèdit, cosa que probablement intensificarà la debilitat econòmica en els pròxims mesos.

**Els bancs centrals continuen marcant la pauta als mercats financers malgrat el sorgiment del nou focus d'inestabilitat al Pròxim Orient.** Els tristos esdeveniments a Israel i Palestina ens recorden que els riscos geopolítics es poden materialitzar de manera inesperada. En termes estrictament econòmics, el perill més gran del conflicte actual és una escalada del preu del petroli que perjudicaria el control global de la inflació. Tanmateix, sembla que els mercats interpreten que, ara per ara, el conflicte és de caràcter local, i no s'observa cap estampida cap a actius refugi. Fins i tot la cotització del cru, malgrat la notable pujada registrada els darrers mesos, continua per sota dels màxims de l'any. En canvi, els mercats segueixen mostrant-se molt sensibles a les dades d'inflació i als comentaris dels bancs centrals, que continuen suggerint un entorn de condicions financeres restrictives fins al 2024, com a mínim.

**L'economia espanyola va sortejar més bé del que s'esperava la primera meitat de l'any, però els últims indicadors han canviat de to.** Durant el 1T i el 2T 2023, l'economia espanyola va mantenir un creixement gens menyspreable i, sobretot, va sorprendre en accelerar el ritme de creació d'ocupació. La darrera revisió de les sèries històriques de l'INE ha reafirmat aquesta valoració positiva, amb xifres que són una mica millors del que s'havia estimat inicialment. Així i tot, els indicadors disponibles per al segon semestre estan canviant de to de forma ràpida. L'impacte de l'entorn advers finalment es comença a notar. Els senyals en aquesta direcció són múltiples: des del menor ritme de creació d'ocupació al deteriorament de la confiança empresarial o la menor empenta del consum de les llars. Però és igualment important assenyalar que el ritme d'avanç, malgrat haver-se debilitat, continua sent positiu fins ara.

**La debilitat perdurarà durant el tram final de l'any i els primers compassos del 2024, però sense provocar una situació recessiva.** El primer pas perquè l'economia espanyola comenci a recuperar un cert nervi estarà condicionat pel curs de la inflació i podrà tenir lloc quan hi hagi senyals convincents que les pressions subjacents s'esvaeixin, tant a Espanya com al conjunt de la zona de l'euro. El següent pas l'haurà de fer el BCE, quan reculli el quant i comenci a permetre una distensió de les condicions financeres. Tot això és probable que succeeixi durant la segona meitat de l'any vinent. En tot cas, serà una mica més tard del que s'havia previst inicialment, motiu pel qual s'estan revisant a la baixa les previsions de creixement del PIB espanyol per al 2024.

**Els principals riscos de l'escenari econòmic.** Pel que fa a la inflació, els riscos que sigui més alta del previst han augmentat a causa de la sequera, que pressiona a l'alça el preu de diversos aliments, i també a causa del repunt del preu del petroli. Si aquestes tensions persisteixen, la millora de l'activitat econòmica trigarà més a arribar. No obstant això, en sentit oposat, cal remarcar que les últimes dades publicades per l'INE sobre la renda de les llars i els seus estalvis han estat millors del que es preveia. El fort repunt de la taxa d'estalvi que va tenir lloc el 2T 2023 és especialment destacable per la magnitud –s'eleva fins al 10,2% de la renda bruta disponible de les llars (1,7 p. p. per damunt de la dada del 1T)– i perquè es produeix en un moment d'elevat creixement de la renda de les llars, del 12,2% interanual. Això situa el conjunt de les llars en una posició financera menys tensionada del que es pronosticava, de manera que el consum podria tenir un comportament una mica més dinàmic del que s'esperava..

**Ara que les condicions financeres són més exigents, la sensibilitat dels inversors a la posició fiscal de cada país ha augmentat**, així que el camí que prengui la política fiscal serà clau. L'entrada en vigor de les noves regles fiscals europees l'any que ve també podria fer que la salut de les finances públiques torni a centrar les mirades. De moment, la prima de risc espanyola continua estable vora els 110 p. b. En canvi, durant els últims mesos, la prima de risc italiana ha augmentat prop de 50 p. b., mentre que la portuguesa ha iniciat el camí oposat i ha disminuït 25 p. b. des del començament de l'any. Aquests canvis no només penalitzen o beneficien els tresors de cada país. Els tipus d'interès del deute públic també influeixen de manera molt important en les condicions a què poden finançar les seves empreses. En el context actual, prendre un camí o un altre és especialment rellevant.

**La pobra evolució de la productivitat a Espanya.** Concretament, el creixement de l'economia espanyola de mitjana el 2014-2019 va ser del 2,4% en termes reals, i es desglossa en un creixement del factor treball de l'1,6%, del 0,5% per al factor capital i de només el 0,3% en el cas de la PTF. Si ens centrem en la productivitat aparent del treball, mètrica per a la qual hi ha dades més recents, el creixement de mitjana entre el 2014 i el 2022 en termes reals va ser del 0,3%, inferior al 0,9% del conjunt de la UE. Si ens endinsem en una comparativa internacional, s'observa que hi ha una bretxa important entre el nivell de productivitat espanyol i el de la zona de l'euro i les principals economies europees. El 2022, el PIB nominal per hora treballada a Espanya era un 76% del valor registrat a la zona de l'euro i només el 63% d'Alemanya. Més preocupant que la distància existent és constatar que aquesta bretxa amb prou feines s'ha reduït en les últimes dècades (l'any 2000, el PIB per hora treballada espanyol era un 74% del valor registrat a la zona de l'euro i el 61% del d'Alemanya).

**Augmentar la mida de les empreses i potenciar la inversió en innovació, claus per millorar la capacitat de creixement.** A Espanya, el nivell de productivitat de les grans empreses és més del doble que el de les microempreses. Tanmateix, el pes de les empreses de mida mitjana o gran en l'economia espanyola és menor que en altres països. A Espanya, prop del 35% de l'ocupació es concentra en empreses de més de 50 empleats, una proporció que arriba al 66% a Alemanya. D'altra banda, el percentatge del PIB assignat a la recerca i el desenvolupament a Espanya és de l'1,3% del PIB, clarament per sota de la mitjana del 2,0% de la zona de l'euro.

Oriol Aspachs  
Octubre de 2023

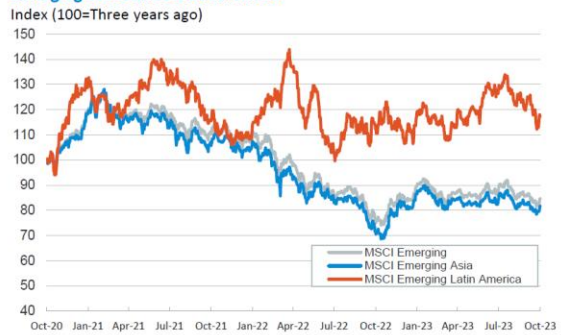
Amb la col·laboració de:



### Main advanced stock markets



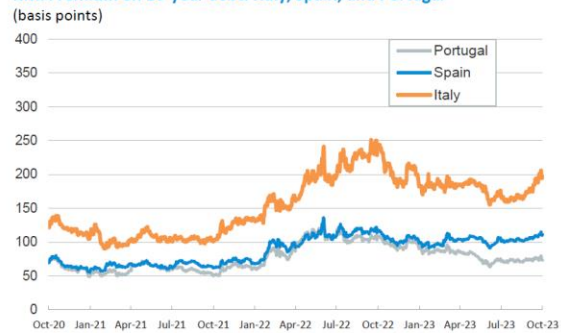
### Emerging economies stock markets



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



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



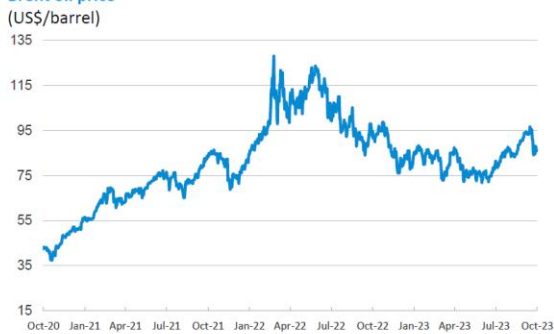
### Exchange rate: Advanced-economy currencies



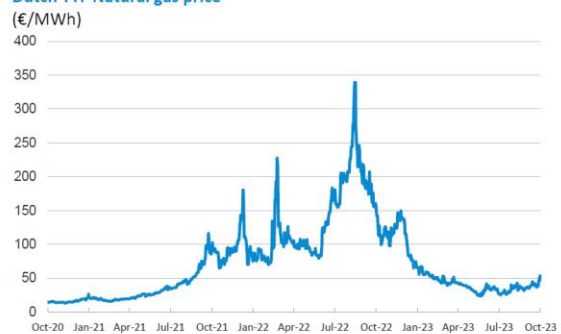
### Exchange rate: Emerging economies Index



### Brent oil price



### Dutch TTF Natural gas price



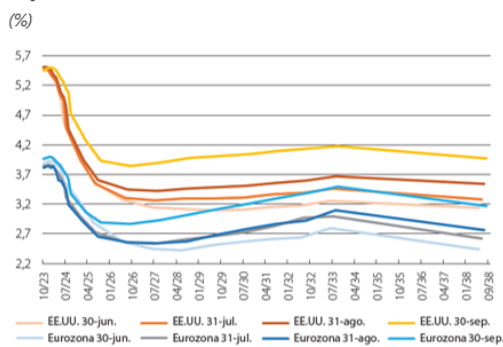
## FMI: previsions de creixement del PIB

Variació anual (%)

	2022	Projeccions		Var. respecte a WEO juliol (p. p.)	
		2023	2024	2023	2024
<b>Economia mundial</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Economies avançades</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
EUA	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Zona de l'euro	3,3	0,7	1,2	-0,2	-0,3
Espanya	5,8	2,5	1,7	0,0	-0,3
<b>Econ. emergents i en desenvolupament</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
Xina	3,0	5,0	4,2	-0,2	-0,3

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2023).

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

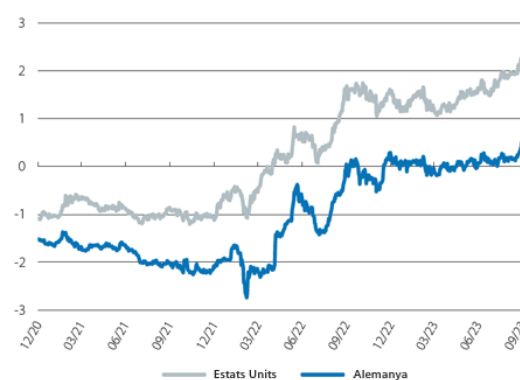


Nota: Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona euro a partir de corbes d'interès de mercat.

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

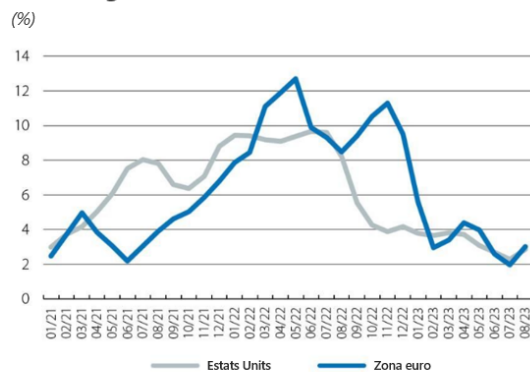
### Evolució dels tipus reals a 10 anys

Rendibilitat del bo sobirà indexat a la inflació (%)



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

### Inflació general: momentum\*



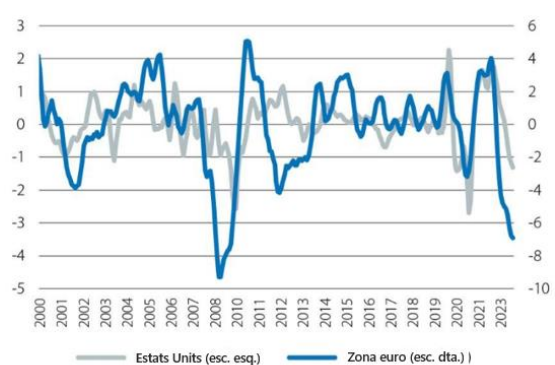
Nota: \*El momentum es defineix com la variació, anualitzada i desestacionalitzada, de la mitjana de l'IPC de tres mesos respecte als tres mesos anteriors.

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

### Impuls del crèdit

Variació interanual (%)

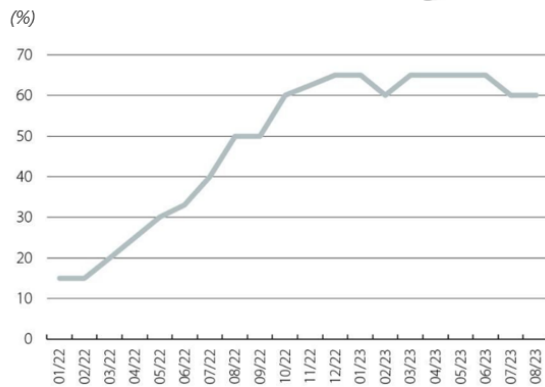
Variació interanual (%)



Notes: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu de crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls de crèdit que grafiquem està suavitzat amb una mitjana mòbil.

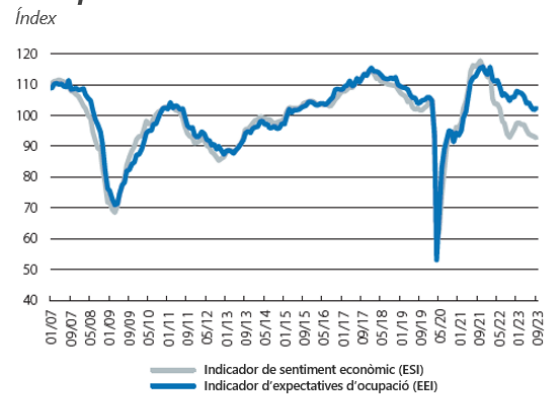
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

### Estats Units: probabilitat de recessió segons el consens d'analistes de Bloomberg



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

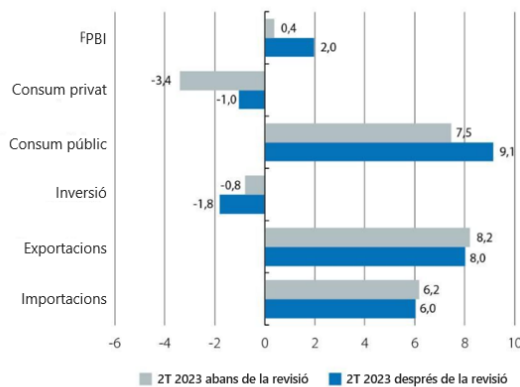
### Zona euro: sentiment econòmic i expectatives d'ocupació



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

### Espanya: PIB i components

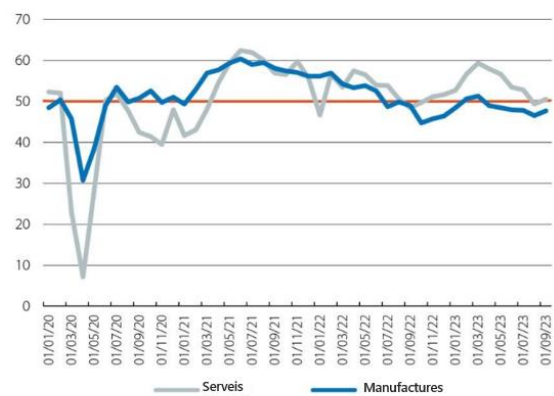
Variació 2T 2023 respecte 4T 2019 (%)



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

### Espanya: PMI

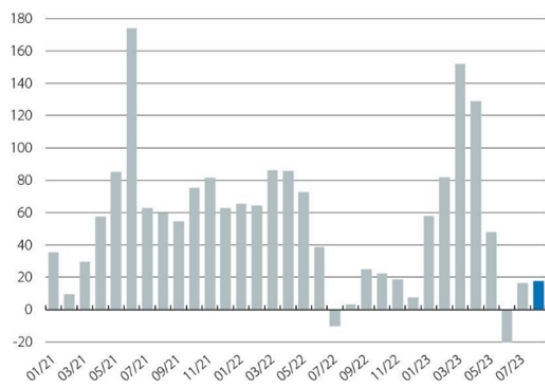
Nivell



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

### Espanya: afiliats a la Seguretat Social

Intermensual (milers)\*

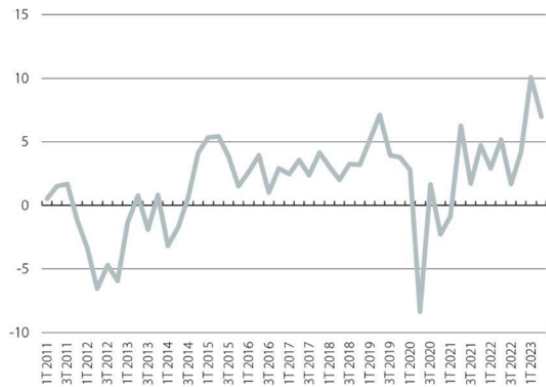


Nota: \*Dades desestacionalitzades.

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

### Espanya: renda bruta disponible

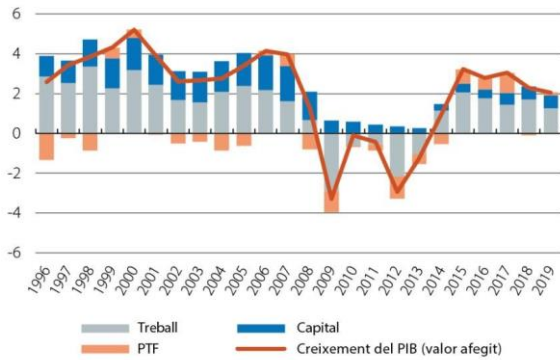
Variació interanual dada estanca (%)



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

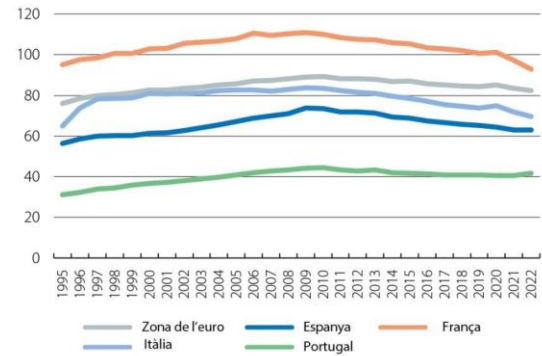


**Espanya: desglossament del creixement del PIB, contribucions dels factors (p.p.)**



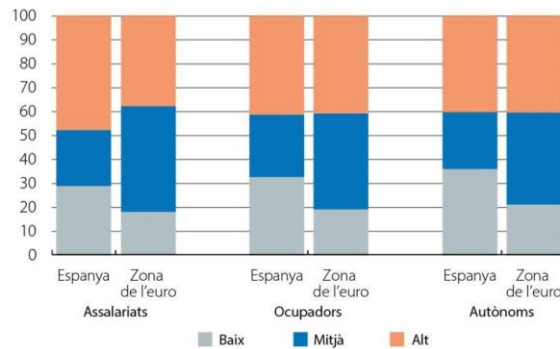
**Nota:** PTF equival a la productivitat total dels factors.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'EUKLEMS.

**Productivitat per hora treballada en relació amb Alemanya (Índex (100 = Alemanya))**



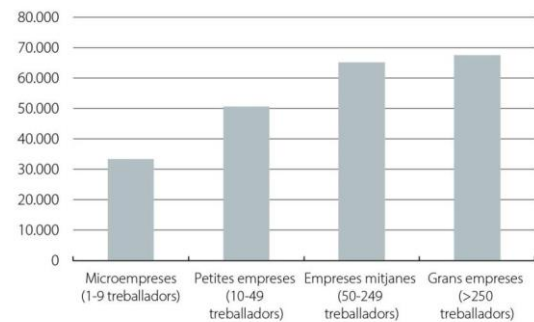
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Espanya i zona de l'euro: distribució per nivell educatiu dels ocupats (2019) (%)**



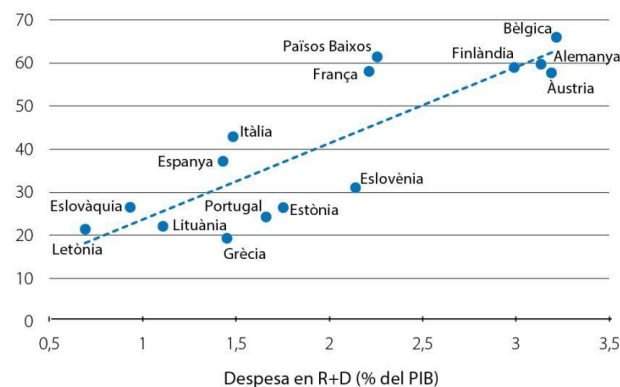
**Font:** Banc d'Espanya, a partir de dades d'Eurostat.

**Espanya: valor afegit per treballador en funció de la dimensió empresarial (Euros)**



**Nota:** Any 2021.  
**Font:** OECD Compendium of Productivity Indicators 2023.

**Productivitat per hora treballada (Euros)**



**Nota:** Any 2021.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i d'Eurostat.