

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 març 2024

Continuïtat a l'escenari macroeconòmic global

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Continuïtat a l'escenari macroeconòmic global. Els referents a l'economia dels Estats Units mantenen un elevat dinamisme i suggereixen que el creixement del PIB es podria situar al voltant del 0,8% intertrimestral en el 1T 2024. En canvi, els indicadors de la zona de l'euro assenyalen un arrencament pla de l'any, en què no es pot descartar una lleugera davallada de l'activitat. A Espanya les dades del primer trimestre de l'any han sorprès de manera positiva, amb una recuperació notable dels indicadors d'activitat tant del serveis com de la indústria, i també del mercat laboral.

Es consolida l'ajust d'expectatives de tipus d'interès. La resistència a la baixa de la inflació subjacent, la fortalesa del mercat laboral als Estats Units i a la zona de l'euro, i la insistència dels responsables de la Fed i del BCE han fet que els inversors hagin continuat reajustant les expectatives de tipus d'interès. Concretament, han retardat el moment en què esperen que els bancs centrals començaran a abaixar els tipus (ara esperen que la Fed i el BCE facin el primer moviment pels voltants de juny d'enguany) i el ritme a

què els abaixaran (ara esperen una davallada de 100 p. b. fins al desembre per a totes dues institucions). Les expectatives dels mercats s'han alineat amb l'escenari de CaixaBank, que contempla la primera baixada de tipus al juny i quatre moviments a la baixa de 0,25 p. p. fins al final d'any, tant per al BCE com per a la Fed.

Riscos als sector immobiliari comercial dels Estats Units

Al final de gener, la cotització en borsa del New York Community Bancorp (NYCB), un banc especialitzat en el sector immobiliari d'oficines de l'àrea metropolitana de Nova York, va caure el 38% en només un dia després de reportar pèrdues i d'augmentar provisions. ¿És un nou indicatiu dels riscos latents al sector immobiliari comercial dels Estats Units?

El sector immobiliari comercial és divers i inclou diferents segments. El segment detallista s'ha vist beneficiat per la fortalesa del consum, i el segment industrial s'ha vist potenciat pel fort creixement del consum electrònic després de la pandèmia. En canvi, el segment de les oficines sí travessa una conjuntura difícil, i ho fa enmig de canvis estructurals lligats als nous hàbits de treball adoptats després de la pandèmia. Les taxes de desocupació d'oficines es troben en màxims, prop del 20% al conjunt del país. A més, la taxa d'ocupació de les noves construccions es troba en mínims: segons dades de Bloomberg, dels 24,5 milions de peus quadrats de construcció finalitzada el 2023, només se'n van ocupar 4,8 milions. La sobreoferta ha limitat els preus del lloguer i ha depreciat el valor de les propietats. Tant és així que els preus de les propietats d'oficines han caigut fins al 40% des del pic assolit el 2021. En aquest context, el risc de refinançament no és menor. S'estima que, en el 44% dels préstecs d'oficina, el valor de mercat de la propietat és menor que el saldo del préstec pendent associat a la propietat.

El mercat de préstecs al sector immobiliari comercial representa el 25% de la cartera total de préstecs dels bancs dels Estats Units. Els 25 bancs més grans tenen el 30% dels préstecs immobiliaris comercials en mans de la banca comercial, i aquest sector en representa el 13% de la cartera de préstecs, i específicament el d'oficines, un 3%. Per a la resta dels bancs petits regionals, que tenen el 70% restant dels préstecs al sector, l'exposició arriba

al 44% de la seva cartera. De moment, les taxes de morositat es mantenen històricament baixes. Però en els pròxims trimestres és probable que les dificultats continuïn, especialment en el segment d'oficines.

Espanya exporta turisme i molts altres serveis

El 2023 va ser un any excepcional per al sector exterior espanyol. El superàvit per compte corrent es va situar en el 2,5% del PIB, una cota especialment remarcable quan es compara amb les altres grans economies europees. La distensió dels preus de l'energia va ajudar que la millora del sector exterior fos generalitzada, però només Espanya va recuperar els nivells previs a la pandèmia. L'economia espanyola acumula ja 12 anys registrant superàvits per compte corrent, una trajectòria que només supera Alemanya entre les grans economies europees.

Destaca l'augment del superàvit de la balança de serveis, que ha passat del 5,1% del PIB el 2019 al 6,3% el 2023 (amb dades fins al 3T 2023), cosa que ha permès compensar el deteriorament del dèficit comercial de béns i de la balança de rendes. Dins de la balança de serveis, tant els serveis turístics com els no turístics han tingut un molt bon comportament. Tot i que el turisme és el major contribuent al superàvit, aportant un superàvit del 3,9% del PIB fins al 3T 2023 (3,7% el 2019), les telecomunicacions, el transport i altres serveis, inclosos els comercials, també hi han contribuït positivament. De fet, el 65% de la millora de la balança de serveis es produeix gràcies a la millora dels serveis no turístics, millorant el superàvit mostrat abans de la pandèmia en 1 p. p., respecte de la millora de 0,23 p. p. dels serveis turístics.

La inversió és capital

Els anuncis de mesures d'impuls a la capacitat productiva domèstica i de plans de reindustrialització s'han anat succeint durant els darrers anys en pràcticament tots els països, i s'han accentuat després de la pandèmia i de la crisi energètica. En aquest context, la inversió és un termòmetre clau per mesurar l'impacte de les mesures anunciades. És la

variable de referència per valorar quins països estan ampliant i modernitzant l'estoc de capital.

L'evolució recent de la inversió total en les principals economies desenvolupades és bastant pobre. El 2023, la inversió en capital fix va créixer el 0,6% als Estats Units, a la zona de l'euro va avançar el 0,9% i a Espanya, el 0,6%. No obstant això, les xifres agregades amaguen matisos importants. Als Estats Units, el creixement de la inversió total es veu penalitzat per la forta caiguda de la inversió residencial, més afectada per l'augment dels tipus d'interès, tot i que en el tram final de l'any passat ja va començar a donar senyals de recuperació. La inversió en construcció no residencial s'està recuperant de forma dinàmica i el 2023 va créixer un destacable 13,0%. Però, sobretot, destaca el dinamisme de la inversió en drets de la propietat intel·lectual, amb un creixement de mitjana dels tres últims anys del 8,0%; en equips informàtics i software, del 3,9%, i en recerca i desenvolupament, del 5,2%. Així, als Estats Units la inversió privada no residencial ja se situa més del 10% per damunt dels nivells previs a la pandèmia.

A la zona de l'euro i a Espanya els matisos també són importants, per bé que el missatge no és tan positiu com en el cas de l'economia nord-americana. Com als Estats Units, la inversió en habitatge també registra caigudes destacables en molts països de la zona de l'euro, i això penalitza la versió agregada. En el sentit oposat, destaca la inversió en equipament de transport, que està creixent amb força i que el 2023 va avançar el 14,3% al conjunt de la zona de l'euro (amb dades fins al 3T 2023) i el 6,7% a Espanya, tot i que encara continua lluny dels nivells previs a la pandèmia. La inversió en maquinària també presenta un ritme d'avenç notable en el conjunt de la zona de l'euro i se situa el 3,0% per damunt dels nivells previs a la pandèmia. En aquest àmbit, els registres de l'economia espanyola encara són dèbils. L'any passat va anotar una davallada de l'1,8% i se situa el 8,7% per sota dels nivells previs a la pandèmia. En canvi, a Espanya destaca l'evolució de la inversió en drets de la propietat intel·lectual, que, tot i romandre plana el 2023, va ser molt dinàmica els anys anteriors i es troba el 8,4% per damunt dels nivells previs a la pandèmia.

La recuperació de la inversió hauria de consolidar-se els pròxims anys. La relaxació de les condicions financeres podria actuar com un important catalitzador. Un element de suport addicional que podria afegir-se al llarg d'enguany és la recuperació de la indústria. Alguns indicadors comencen a suggerir que el sector pot haver tocat fons i que podria començar a recuperar-se si finalment es dona per tancada la crisi energètica. En el cas de l'economia espanyola, cal esperar que l'execució dels fons europeus NGEU vagi exercint una major tracció sobre la inversió privada.

Next Generation EU: com ha anat el tercer any dels fons europeus?

L'execució va guanyant velocitat de forma gradual després d'una arrancada inicial un xic vacil·lant. El 2023 estímem que es van executar (fons adjudicats i justificats) una mica més de 16.000 milions d'euros. Es tracta d'una quantitat inferior al que s'havia previst inicialment. De tota manera, si els pròxims anys es manté un ritme d'execució similar, sumat als 24.000 milions d'euros que estímem que ja es van executar entre el 2021 i el 2022, el conjunt de mesures previstes s'hauria de poder implementar dins del termini previst, que finalitza el 2026. A tot plegat s'hi sumarà la pròxima execució dels préstecs sol·licitats per ampliar el programa amb l'addenda ja aprovada l'any passat. En aquest sentit, tan important és el ritme d'execució que s'ha assolit, com que els programes posats en marxa aconseguixin transformar i impulsar l'economia espanyola de forma duradora.

Entre les principals convocatòries de fons NGEU resoltes per l'Estat entre el 2021 i el 2023, destaquen els projectes en infraestructures ferroviàries, el programa de finançament per a pimes i autònoms a través de garanties, el programa Kit Digital per finançar la digitalització d'autònoms i pimes, i els programes en mobilitat sostenible i transformació urbana, així com d'energia amb una aposta clara per la sostenibilitat (rehabilitació energètica d'edificis). Pel que fa als PERTE, les convocatòries resoltes des del 2021 acumulen gairebé 12.000 milions d'euros (de les quals 7.000 milions corresponen al 2023), sobre un total a mobilitzar, incloent-hi els fons corresponents de l'addenda, d'una mica més de 41.000 milions. Entre els de més dotació, destaquen positivament el PERTE del vehicle elèctric connectat (3.670 milions executats) i el d'energies renovables (3.350

milions), mentre que, en canvi, els del xip i del cicle de l'aigua encara es troben en estadis inicials.

Si el 2024 s'executa tot el que va quedar pendent del pressupost del 2023, la xifra total d'execució al llarg de l'any podria quedar al voltant dels 20.000 milions, de manera que la contribució dels NGEU al creixement del PIB enguany no seria menyspreable i podria arribar als 0,4 p. p.

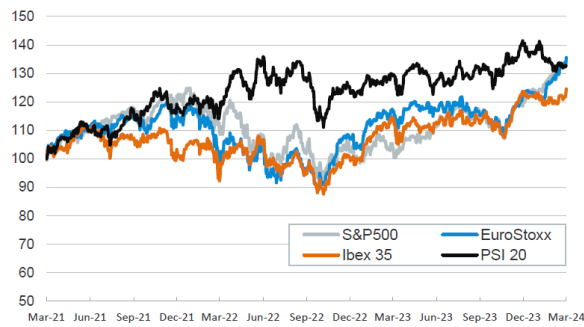
Oriol Aspachs
Març del 2024

Amb la col·laboració de:



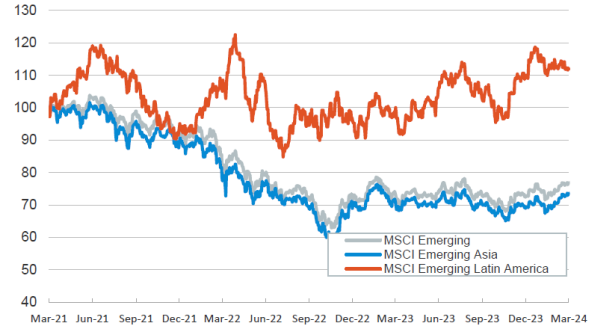
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



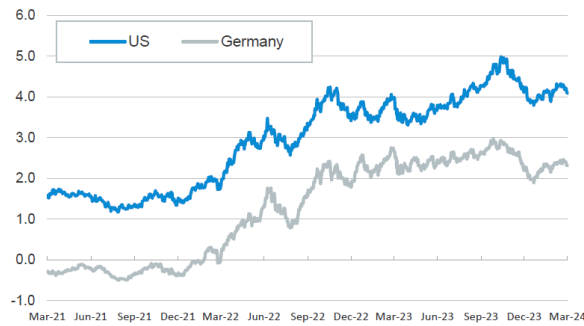
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



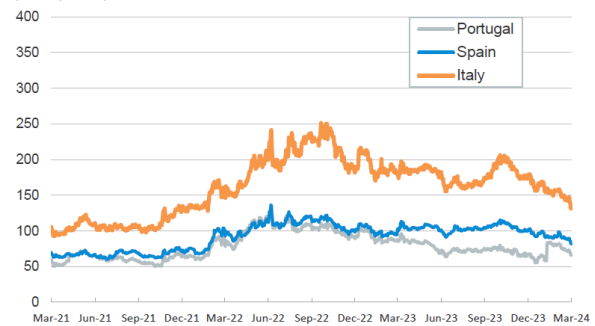
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



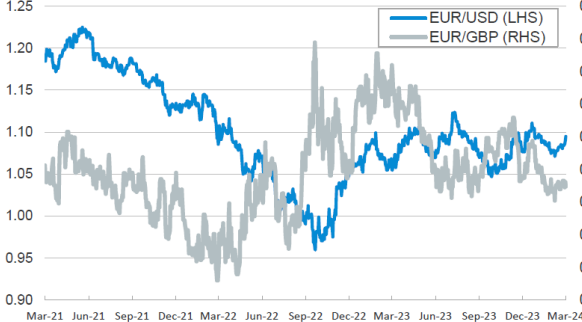
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



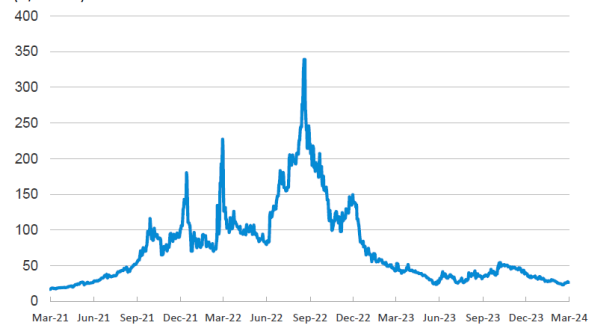
Brent oil price

(US\$/barrel)



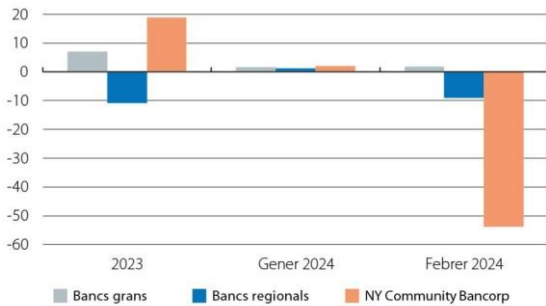
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



EUA: funcionament borsari dels índexs bancaris

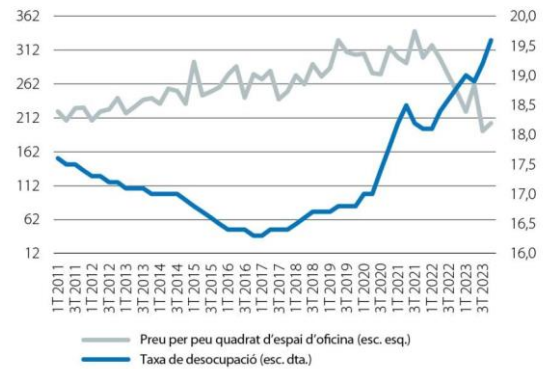
Variació en el període (%)



Notes: Bancs grans capturats per l'índex S&P 500 Banks i bancs regionals capturats per l'índex S&P 500 Regional Banks. Gener es considera fins al 29/01/2024, dia anterior a les dades reportades pel NYCB, i febrer es considera des del 30/01/2024 fins al 29/02/2024.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

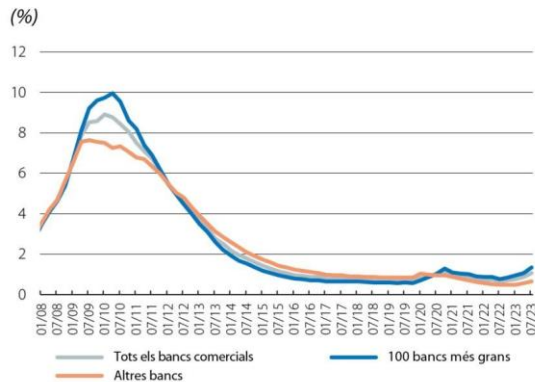
EUA: estadístiques sobre espais d'oficines

(Dòlar/peu quadrat)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Real Capital Analytics.

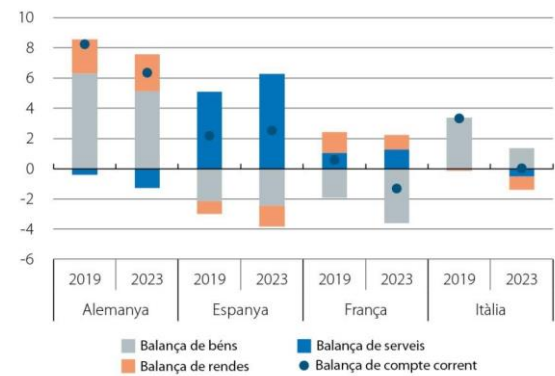
EUA: taxes de morositat dels préstecs immobiliaris comercials



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

Saldo per compte corrent per components

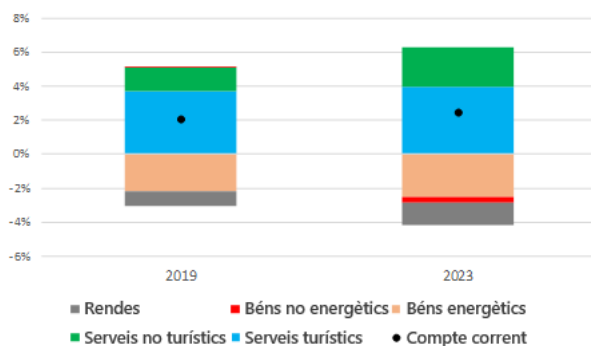
(% del PIB)



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

Espanya: balança per compte corrent

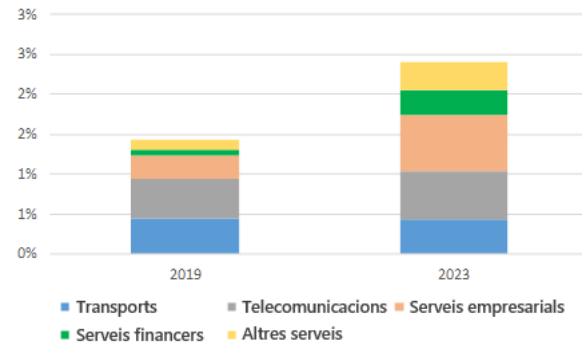
% del PIB



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

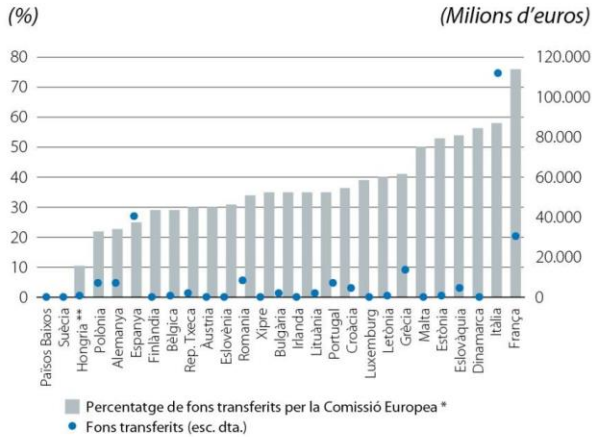
Espanya: balança de serveis no turístics

% del PIB



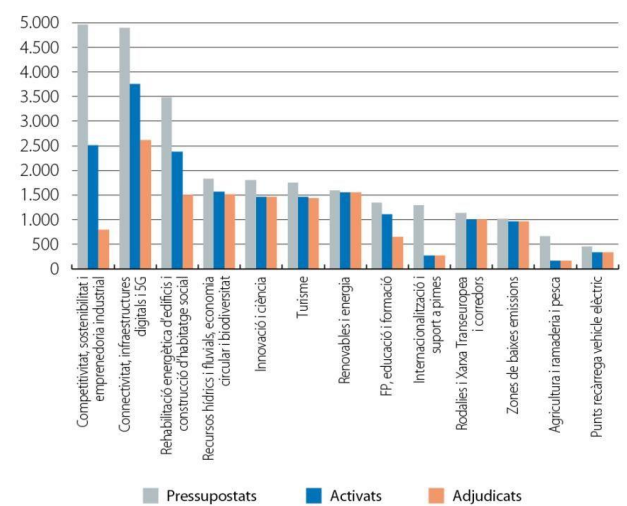
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Fons NGEU 2021-2023



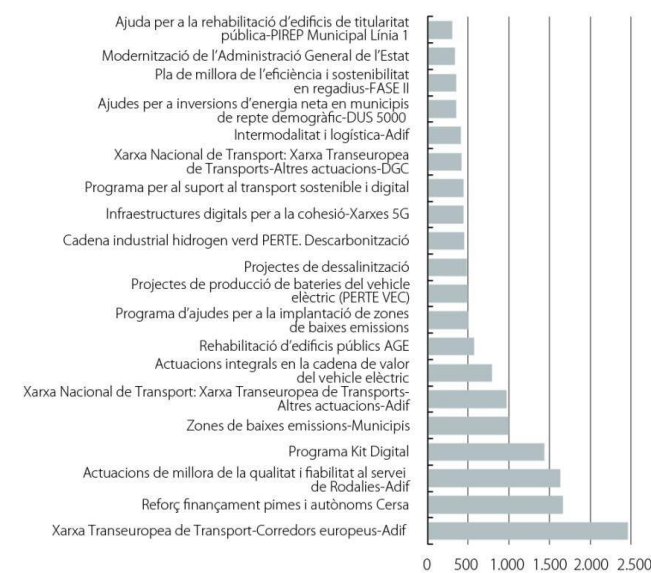
Notes: * Sobre el total de transferències i de préstecs que els països han dit que sol·licitaran al Mecanisme de Recuperació i Resiliència. A Espanya, per exemple, es comptabilitzen en el denominador 83.200 milions de préstecs, tot i que algunes institucions estimen que el take-up acabarà sent menor. ** Correspon al prefinançament de Repower-EU.
Font: CaixaBank Research, a partir dels snapshots de la mid-term evaluation de la Comissió Europea.

Espanya: fons NGEU activats i adjudicats per l'Autoritat General de l'Estat el 2023



Nota: Les inversions activades inclouen els fons transferits (i encara no transferits, però a punt de ser-ho) a les comunitats autònomes, a les corporacions locals i als organismes públics, tot i que no hagin publicat el programa d'ajudes associat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE fins al novembre del 2023.

Principals convocatòries NGEU resoltes per l'Estat el 2021-2023



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del portal del Pla de Recuperació.

PERTE (Milions d'euros)



Font: CaixaBank Research.