

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

Abril 2024

Les dues cares de l'economia espanyola

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

El creixement del PIB global aguanta. En els últims trimestres, el creixement de l'economia mundial s'ha moderat davant la transmissió de l'enduriment monetari, les dificultats de la Xina i l'elevada incertesa pel tensionament dels conflictes geopolítics. Malgrat això, s'estima que el PIB global ha aconseguit mantenir un creixement una mica per sobre del 3%, a prop de la mitjana de les últimes dècades. La resistència dels mercats laborals, la recuperació del comerç mundial de béns, la baixada sostinguda de la inflació i les pròximes baixades de tipus d'interès haurien de continuar donant suport al creixement econòmic al llarg de 2024.

La llista de riscos no es redueix. Els factors negatius continuen dominant el balanç de riscos que envolta l'activitat econòmica mundial. La principal font de riscos procedeix dels conflictes a Ucraïna i Palestina, que s'estan cronificant, i de les tensions geopolítiques que els envolten. En l'àmbit estrictament econòmic, no es pot descartar que l'impacte de l'enduriment monetari sigui més elevat de l'esperat, i que l'ajust de les pressions inflacionistes acabi sent més lent.

La robustesa d'EUA destaca entre les economies avançades. L'activitat econòmica dels EUA ha completat un sòlid inici d'any, amb una millora dels principals índexs d'activitat i un mercat laboral que es manté molt robust. La taxa d'atur segueix en el 3,8% i al març es van crear 303.000 ocupacions. Així, les dades apunten a un avanç del PIB dinàmic en l'1T 2024, al voltant del 0,6% intertrimestral. D'altra banda, l'ajust de la inflació està sent una mica més lent de l'esperat. Al març va repuntar del 3,2% al 3,5%. Tot plegat ha fet que es retardi el moment en què la Fed començarà a reduir els tipus d'interès. Així, la probabilitat d'una retallada al juny ha passat del 60% en les sessions prèvies a la publicació de la dada d'inflació, a situar-se en un mer 20%. Ara tot apunta que el primer increment de tipus podria produir-se al setembre. Aquest canvi d'expectatives va generar un repunt significatiu de les rendibilitats del deute sobirà d'EUA en tots els trams de la corba.

L'economia europea segueix feble. El PIB de l'eurozona porta cinc trimestres avançant i retrocedint en l'interval $\pm 0,1\%$ intertrimestral i el conjunt d'indicadors de l'1T 2024 suggereix que la dinàmica va ser similar en l'inici d'any. El consens d'analistes espera un creixement del PIB del 0,1% intertrimestral. Amb tot, cal ressaltar la recent recuperació dels principals indicadors d'activitat, el manteniment d'un mercat laboral robust i la moderació de les pressions inflacionistes. La inflació general va descendir fins al 2,4% al març i la inflació es va situar en el 2,9% (per sota del 3% per primera vegada des de febrer de 2022). En aquest context, tot apunta que el BCE començarà a reduir els tipus d'interès el proper mes de juny, de manera que a finals d'any el tipus de referència podria situar-se entre el 3,00% i el 3,25% (4,00% actualment).

Entre els emergents destaca el dinamisme de l'Índia. L'Índia va tancar el 2023 accelerant el ritme de creixement fins al 8,4% interanual, clarament per sobre del previst i esperant una millora de les perspectives de creixement per al 2024 per part del consens d'analistes. A la Xina, els últims indicadors dibuixen una activitat econòmica una mica més dinàmica que al tancament del 2023, gràcies a la indústria i l'arrossegament de les exportacions i la inversió. Amb tot, el consum intern segueix apàtic i la crisi del sector immobiliari té visos de continuïtat, amb la qual cosa el consens d'analistes preveu per al

2024 un creixement del PIB menor al del 2023 i també una mica inferior a l'objectiu del 5% anunciat per les autoritats.

L'economia espanyola podria continuar sorprenent en positiu. En un context econòmic i geopolític advers, que va afectar negativament moltes economies, el creixement del PIB d'Espanya va tancar el 2023 molt per sobre de l'esperat i superant el de la majoria dels països desenvolupats, i avui ja se situa un 2,9% per sobre del registre del 2019, en consonància amb el conjunt de l'eurozona. Un acompliment remarcable que s'ha anat subratllant en aquestes pàgines els últims mesos.

2024 va començar amb l'auguri que el creixement de l'economia es desacceleraria a principis d'any, guanyant tracció a poc a poc, especialment durant el segon semestre. La fi de les pressions inflacionistes i l'esperada reducció dels tipus d'interès l'haurien de facilitar. No obstant això, les sorpreses positives no cessen. Els indicadors d'activitat no donen símptomes de flaquesa i el mercat laboral tampoc, més aviat el contrari. En el 1T 2024, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va créixer un 0,7% intertrimestral, gairebé el doble del que va créixer en l'últim tram de l'any passat. De fet, el ritme de creació d'ocupació és el mateix que es va registrar en l'1T 2023. Llavors el PIB va créixer un 0,5% intertrimestral; per al 1T 2024, l'escenari de previsions de CaixaBank Research contempla un avanç del 0,3%, així que els riscos se situen lleugerament a l'alça.

Més enllà de les dades de creixement agregat i de la lectura dels indicadors de curt termini, **cal seguir recordant que la qualitat del creixement és tant o més important que la quantitat.** En aquest àmbit el missatge és menys positiu. Una manera senzilla d'il·lustrar-ho és observant l'evolució del PIB per càpita. El 2014, quan Espanya va començar a recuperar-se de la crisi financera i immobiliària, el PIB per càpita es trobava 17 p. p. per sota del de l'eurozona. Aquesta distància a penes es va retallar els anys següents i, en 2020, quan va esclatar la pandèmia, la distància va augmentar de forma sobtada i pronunciada fins als 22 p. p. Des d'aleshores s'ha anat reduint, però encara es troba lluny, 15 p. p. per sota concretament.

El creixement de l'economia espanyola està sent acompanyat d'un notable augment de la població, una cosa que ajuda que l'activitat creixi a nivell agregat. Però si això no va de la mà d'un augment de la productivitat, és difícil que el PIB per càpita espanyol s'acosti a l'europeu. Més important encara, és difícil que la població percebi millores en el benestar.

La capacitat de creixement de l'economia espanyola a mig i llarg termini no convida a l'optimisme. En matèria d'innovació, un dels factors clau per millorar les perspectives a mitjà termini, l'economia espanyola es troba clarament per sota els seus socis europeus, i la distància a penes s'ha reduït en els últims anys. L'educació i la reduïda mida empresarial apareixen com alguns dels elements clau en els quals millorar.

El creixement de l'economia espanyola podria perdre els pròxims anys. Segons estimacions de CaixaBank Research, el creixement potencial del PIB a mitjà termini s'emplaça al voltant de l'1,3%, en línia amb les estimacions d'altres institucions de referència. Aquest és un ritme d'avanç inferior al dels últims anys, la taxa de creixement mitjana entre els anys 2000 i 2023 és de l'1,7%. De tota manera, el creixement podria augmentar si es fan reformes en alguns diversos àmbits. Per exemple, si s'aconsegueix reduir la taxa d'atur estructural perquè es pugui continuar generant ocupació en els propers anys, i es recupera la inversió, molt feble des de fa temps, el creixement podria mantenir-se a prop del de les últimes dècades o fins i tot superar-lo. Són les dues cares de l'economia espanyola.

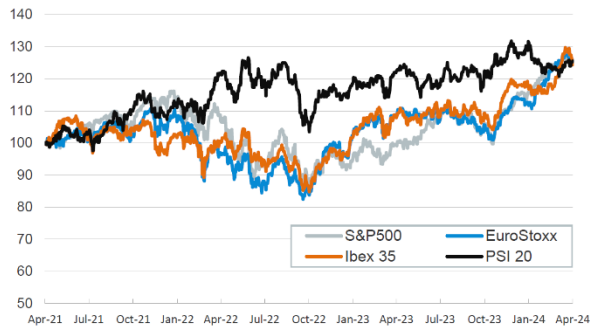
Oriol Aspachs
Abril de 2024

Amb la col·laboració de:



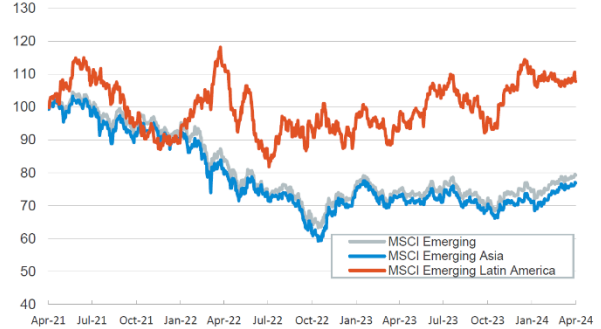
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



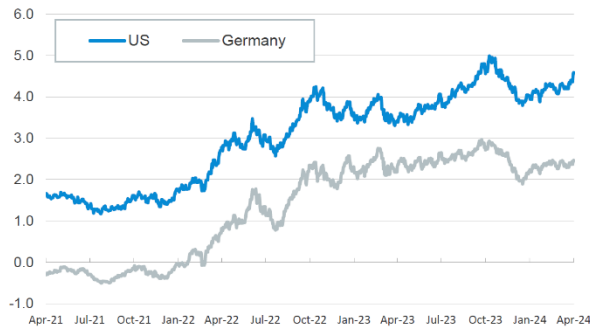
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



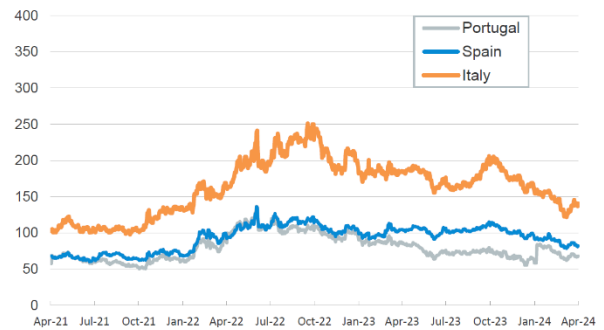
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



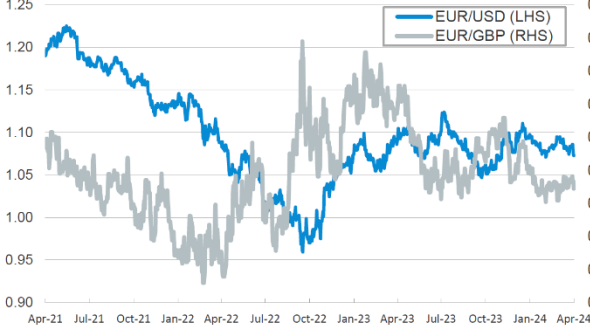
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



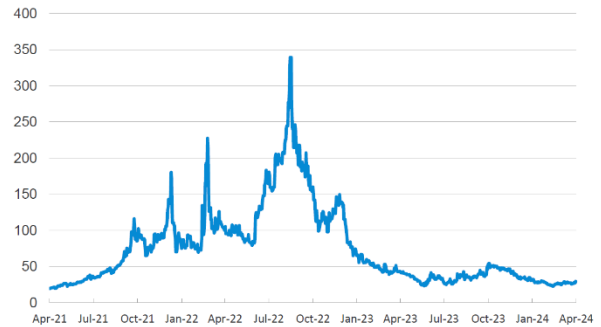
Brent oil price

(US\$/barrel)

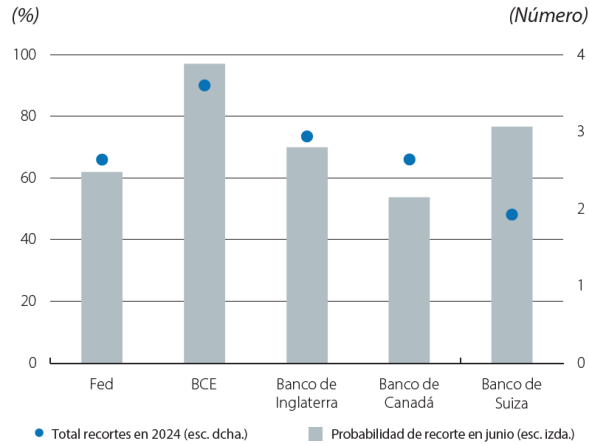


Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)

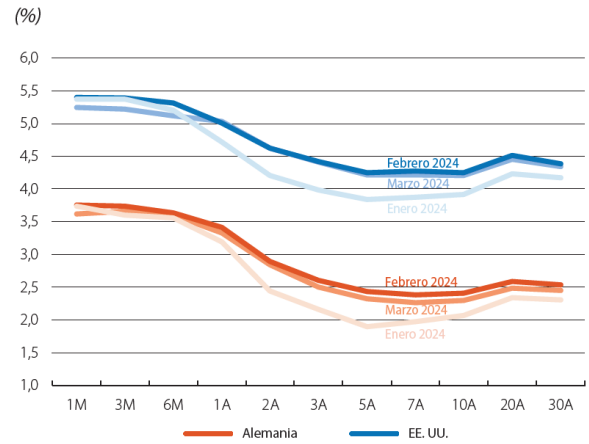


Expectativas sobre política monetaria



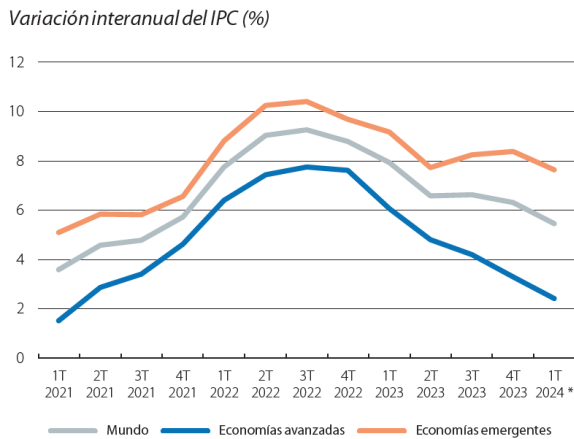
Nota: Forwards sobre curvas OIS al 01/04/2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Curvas de rendimiento soberanas



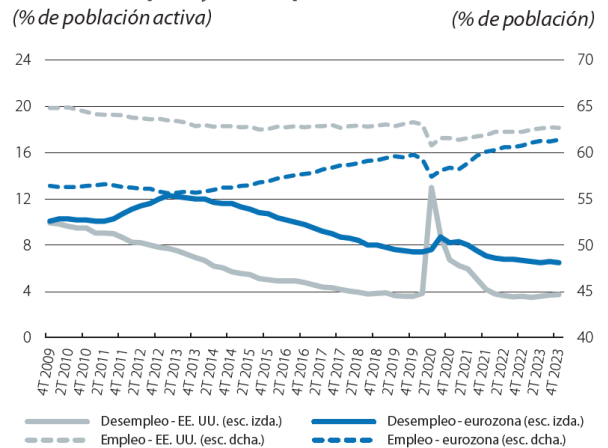
Nota: Curvas a fecha de fin de cada mes.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Global: inflación



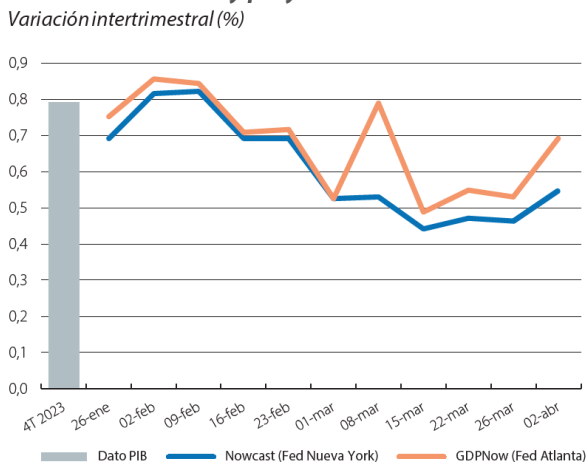
Nota: * Para el 1T 2024, estimación con datos hasta febrero de 2024.
Fuente: CaixaBank Research.

Tasas de empleo y desempleo



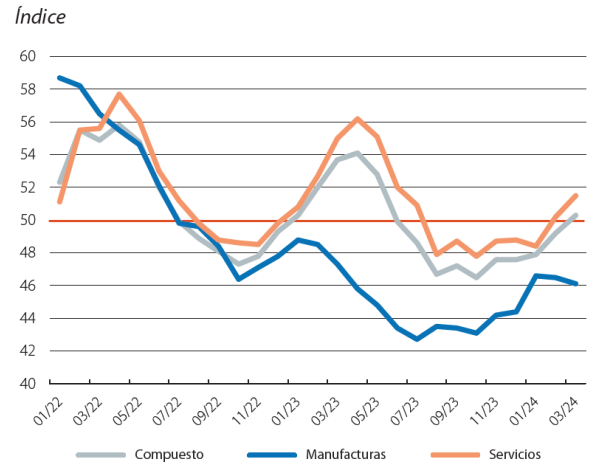
Nota: Población de 16 años o más.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

EE. UU.: PIB 4T 2023 y proyecciones 1T 2024



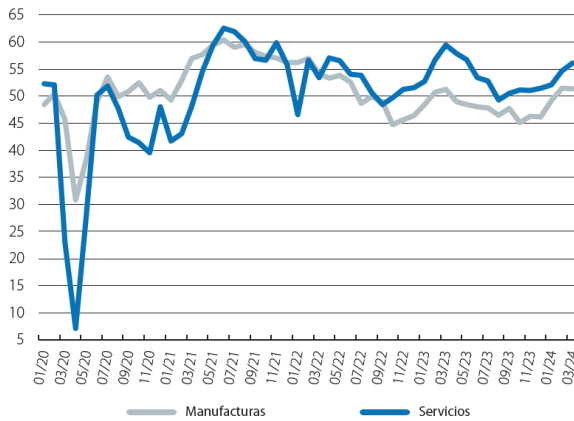
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, de la Fed de Nueva York y de la Fed de Atlanta.

Eurozona: PMI



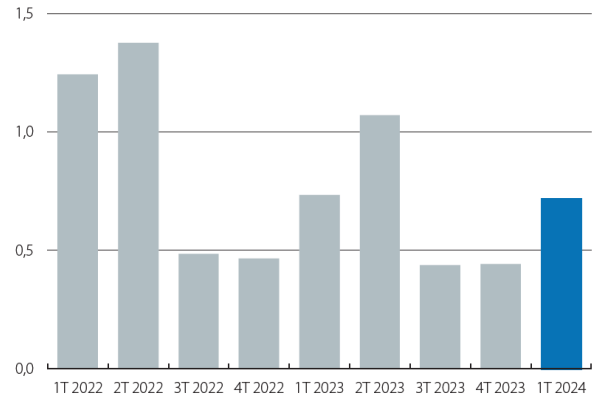
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: PMI Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: afiliados a la Seguridad Social Variación intertrimestral (%)

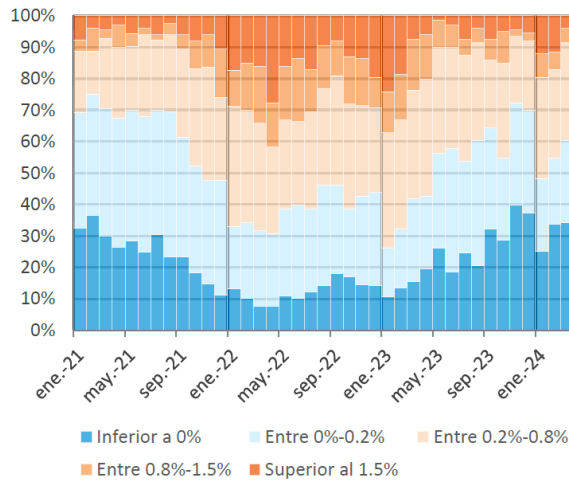


Nota: Serie desestacionalizada de afiliados que no están en ERTE.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

El semáforo de la inflación: tasa intermensual corregida de estacionalidad de las subclases del IPC a impuestos constantes

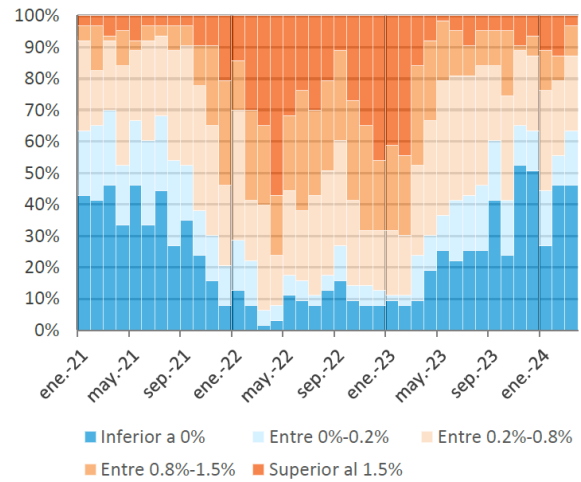
Total cesta IPC

(% de las 199 subclases de la cesta del IPC)



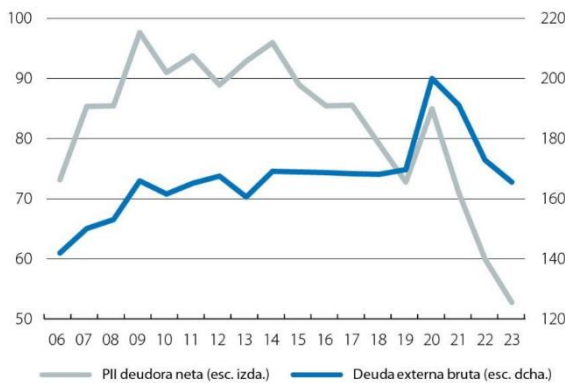
Cesta de alimentos del IPC

(% de las 63 subclases de alimentos de la cesta del IPC)



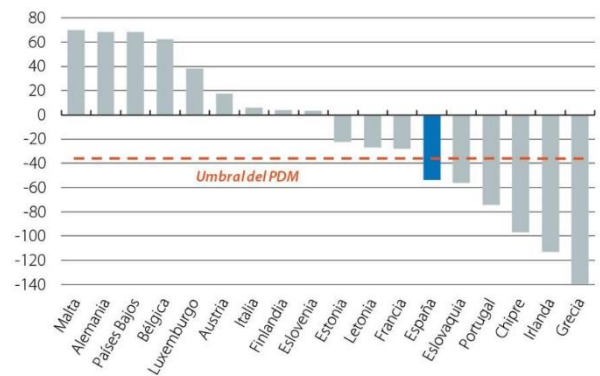
Notas: Datos de IPC a impuestos constantes.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PII deudora neta y deuda externa bruta (% sobre el PIB)



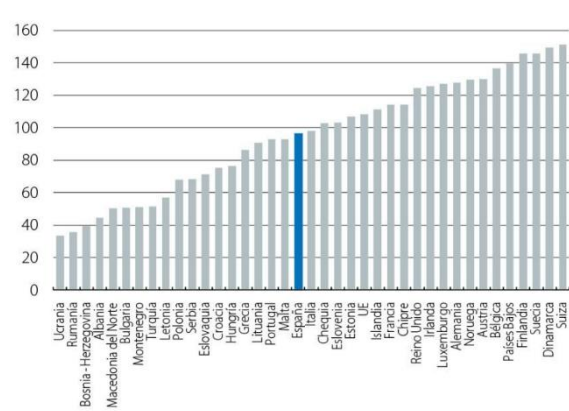
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Eurozona: PII neta (% del PIB)



Nota: Datos del 3T 2023.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

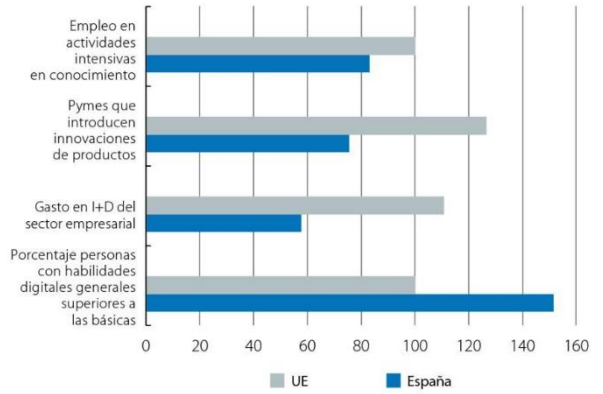
Índice de innovación 2023: comparativa europea



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Subpilares índice innovación: comparativa España vs. UE

Ratio entre España y UE (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Comparativa índice de innovación España vs. UE

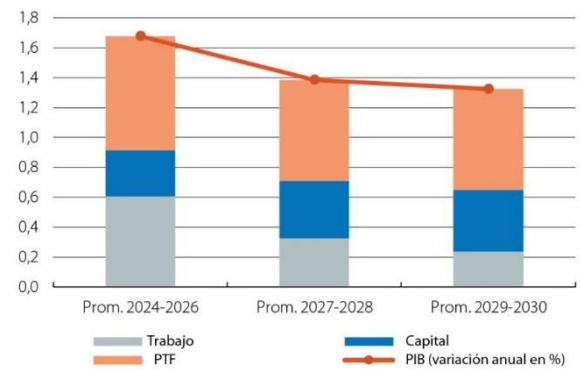
Ratio entre España y UE (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

España: crecimiento potencial del PIB, contribuciones

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de AMECO.