

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 Setembre 2024

Som on ho vam deixar

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Dana financera a principis d'agost. Tot va començar el 31 de juliol, quan el Banc del Japó va anunciar inesperadament la pujada del tipus d'interès de referència del 0,10% al 0,25%. La sorpresa va provocar una apreciació del ien en pocs dies que va desencadenar una forta caiguda a la borsa japonesa i va impulsar el tancament de posicions de *carry trade*, cosa que va exacerbar la volatilitat als mercats financers. Als dos dies de la decisió del BoJ, es van publicar unes dades d'ocupació de juliol als EUA una mica pitjors de l'esperat, que van disparar les alarmes d'una possible recessió i van intensificar el nerviosisme. El que va començar amb una caiguda a la borsa japonesa va acabar en una venda massiva d'accions a nivell global. L'índex borsari japonès Nikkei 225 va tenir el seu pitjor dia en gairebé 40 anys, caient un 12,5%, l'S&P 500 va viure la seva major caiguda des de novembre de 2022 i les borses desenvolupades van retrocedir un 8% respecte al juliol. El dòlar va perdre fins a un 3% del seu valor, mentre que el ien es va enfortir fins a un 6%. L'índex VIX de volatilitat va assolir nivells no vistos des de la pandèmia, exacerbat a més per l'escassa liquiditat típica d'estiu. Per la seva banda, els mercats monetaris van augmentar la seva expectativa de retallades de tipus de la Fed. Des d'aleshores, la calma ha retornat gradualment als mercats, sostinguda per les últimes dades d'activitat i inflació, que dibuixen un escenari de suau desacceleració amb inflacions gairebé sota control. Així, la majoria dels índexs borsaris van acabar

el mes d'agost amb guanys de més de l'1%, tret del Nikkei 225, que, tot i que va aconseguir recuperar gran part de les caigudes d'inicis de mes, va tancar lleugerament en vermell. A l'eurozona, l'IBEX 35 va destacar positivament, impulsat pel sector consum.

L'economia global segueix avançant a diferents velocitats el 2T. EUA va sorprendre en créixer un 0,7% intertrimestral (vs. un 0,4% en el 1T), la qual cosa probablement comportarà una revisió a l'alça de les previsions de creixement de la majoria d'analistes els pròxims mesos. El Regne Unit i el Japó també creixen a ritmes bastant elevats, del 0,6% i 0,8%, respectivament. Per la seva banda, l'eurozona situa el seu creixement intertrimestral en el 0,2%, després del 0,3% del 1T. Per països, Alemanya va decebre en retrocedir un 0,1% mentre França i Itàlia van créixer lleugerament per sobre de l'esperat (tots dos un 0,2%), al mateix temps que Espanya destaca positivament en repetir el robust 0,8% del 1T. Finalment, la Xina va defraudar en créixer un 0,7%, mínim en dos anys. En el 3T, sembla poc probable que el creixement de les principals economies pugui accelerar-se respecte a l'assolit en el 2T.

A quina velocitat reduirà els tipus d'interès la Fed? Després d'iniciar el cicle de baixades al setembre, el debat se centra en la velocitat a la qual seguirà reduint els tipus d'interès. Les últimes dades confirmen que la inflació convergeix cap a l'objectiu del 2%, alhora que el mercat laboral es refreda gradualment però no col·lapsa. Els temors a una recessió es van apoderar dels mercats financers a principis d'agost a causa del senyal d'alerta que va manar l'anomenada regla de Sahm. Aquesta diu que quan la taxa d'atur mitjana dels últims 3 mesos supera en 0,5 p. p. el mínim marcat en els últims 12 mesos, és molt probable que l'economia estatunidenca entrés en recessió. Però les dades d'agost van acabar matisant els senyals d'alarma. La generació d'ocupació va ascendir a 142.000 nous llocs i la taxa d'atur va cedir 0,1 p. p., fins al 4,2%. El que sí que resulta evident és que en els últims mesos la creació d'ocupació s'està alentint. En aquest context, els mercats financers anticipen 100 p. b. de baixades entre setembre i desembre d'enguany.

El BCE segueix el guió previst, baixa tipus al setembre i confia que la inflació es normalitzarà pròximament. El BCE va abaixar els tipus d'interès en 25 p. b. al setembre gràcies a la moderació de les pressions inflacionistes i dels costos salarials. Les últimes dades publicades han sortit en línia amb l'esperat, cosa que dona confiança a la màxima autoritat monetària que pròximament la inflació assolirà l'objectiu del 2%. Tot això va permetre que, a diferència de la reunió de juny, aquesta vegada la decisió de baixar els tipus fos unànime en el Consell de Govern.

L'economia espanyola continua creixent més de l'esperat. El 2023 va créixer un 2,5% i durant els primers compassos d'aquest any ha mantingut un ritme d'avanç igualment vigorós. A finals de juliol, l'INE va publicar la taxa de creixement del PIB del 2T i la va situar en el 0,8% intertrimestral, el mateix ritme d'avanç que en el 1T, i una mica per sobre de l'esperat per CaixaBank Research, que contemplava un creixement del 0,5%. A més, la composició del creixement també va ser favorable: tant l'aportació de la demanda interna com l'externa va ser positiva, amb menció especial a les exportacions de béns que, després d'uns trimestres una mica febles, van anotar un avanç de l'1,3%. En termes sectorials, destaca el dinamisme de la indústria manufacturera, amb un creixement de l'1,1%, i de les activitats relacionades amb el turisme.

El punt de partida és una mica millor del que s'esperava abans de la pausa estiuenca i això obligarà a revisar lleugerament a l'alça la previsió de creixement del PIB per a aquest any. Actualment, l'escenari de CaixaBank Research preveu un avanç del 2,4% per al 2024, i les últimes dades apunten que se situarà per sobre del 2,5%. Per exemple, la incorporació de la dada del 2T, mantenint sense canvis el creixement previst per al segon semestre de l'any, portaria el creixement del 2024 fins al 2,7%. Més enllà d'aquesta revisió, les tendències de fons no han canviat i continuen apuntant a una moderada desacceleració per als propers anys, amb un creixement que podria situar-se lleugerament per sobre del 2%.

D'una banda, és d'esperar que la demanda externa vagi perdent empenta. L'eurozona manté un ritme d'avanç molt modest, mentre que les economies dels EUA i la Xina s'estan desaccelerant. D'altra banda, el sector turístic, després de recuperar i superar àmpliament els nivells previs a la pandèmia, també és normal que vagi moderant el ritme de creixement. Els indicadors de juliol continuen mostrant un avanç notable (la despesa dels turistes internacionals va créixer un 12,1% respecte al juliol de l'any passat), però és un ritme inferior al que presentaven a principis d'any, amb un creixement del 27,6% en el conjunt del 1T.

En canvi, la demanda interna podria accelerar el pas, especialment el consum de les llars i la inversió, i compensar parcialment la menor empenta de la demanda externa. Tres factors haurien d'ajudar en aquest sentit. En primer lloc, la finalització del cicle inflacionista. El mes d'agost, la inflació va descendir fins al 2,3% i res suggereix que torni a augmentar fins a cotes com les observades fa uns trimestres. En els pròxims mesos podem observar repunts que ens retornin prop del 3%, donat el nivell al qual encara estan pujant els preus dels aliments o els serveis, però en general les llars haurien de continuar recuperant el poder adquisitiu perdut.

La reducció de la inflació permetrà que el BCE segueixi retallant els tipus d'interès. Aquest és el segon element que hauria d'afavorir un major creixement del consum i de la inversió en els propers trimestres i, especialment, el 2025 i el 2026. Les expectatives de tipus d'interès implícites en les cotitzacions dels mercats monetaris descompten que el BCE reduirà el tipus de referència en més d'1 p. p. fins al desembre de 2025, i que l'euríbor a 12 mesos, actualment en el 3%, podria arribar a situar-se lleugerament per sota del 2,5%. Finalment, la posició financera de les famílies i les empreses, amb nivells de deute sanejats i inferiors als del conjunt de l'eurozona, també hauria d'afavorir una reactivació del consum i de la inversió.

Els principals riscos que envolten l'escenari de previsions de l'economia espanyola continuen sent externs. Les eleccions presidencials als EUA són, sens dubte, la pròxima fita en el camí, per les seves implicacions en la geopolítica internacional i també en matèria aranzelària. La desacceleració de l'economia xinesa i la capacitat que tindrà per seguir ajustant el seu sector immobiliari de manera gradual i ordenada també és un altre aspecte clau a seguir. A més, l'evolució dels diferents conflictes armats, i les tensions geopolítiques que els envolten, seran determinants. Afortunadament, som on ho vam deixar o fins i tot una mica millor, però, desafortunadament, els riscos que envolten l'economia espanyola encara segueixen aquí.

Oriol Aspachs

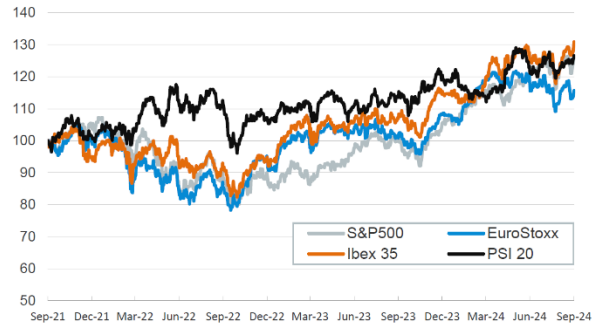
Setembre de 2024

Amb la col·laboració de:



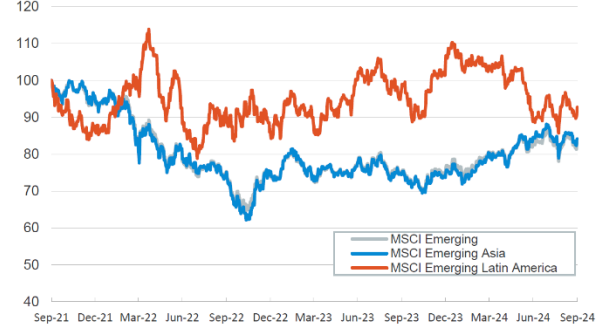
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



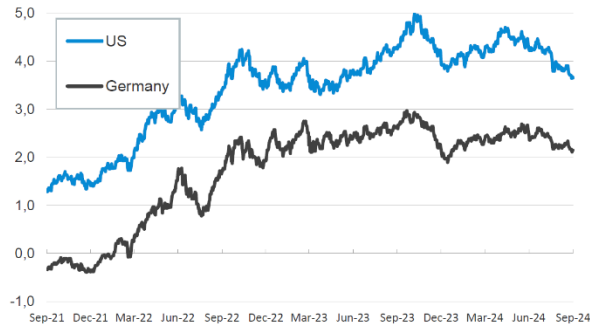
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



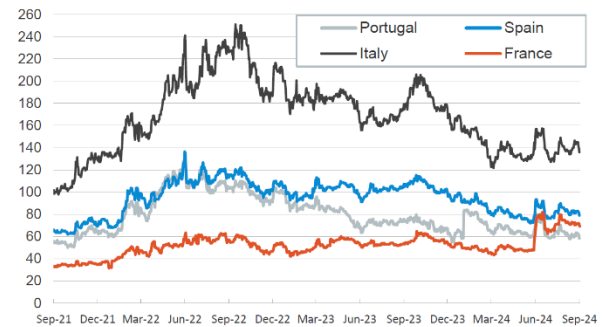
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



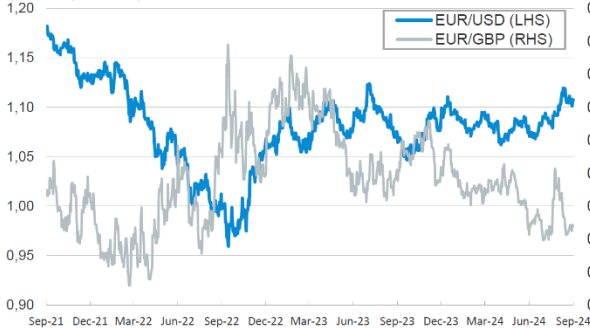
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(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)



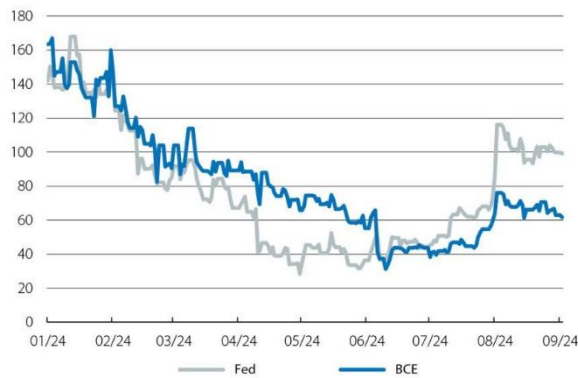
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Recortes de tipos de interés esperados hasta diciembre de 2024

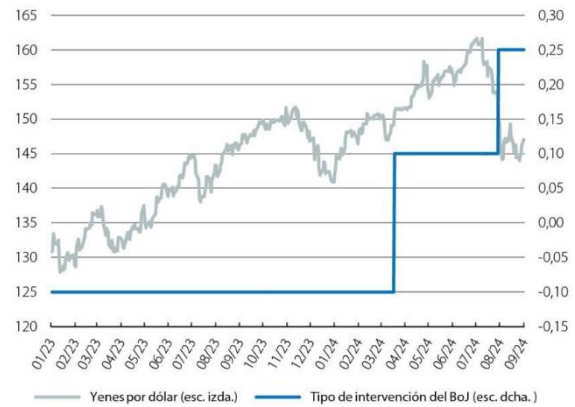
(p.b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Japón: tipo de interés oficial y tipo de cambio

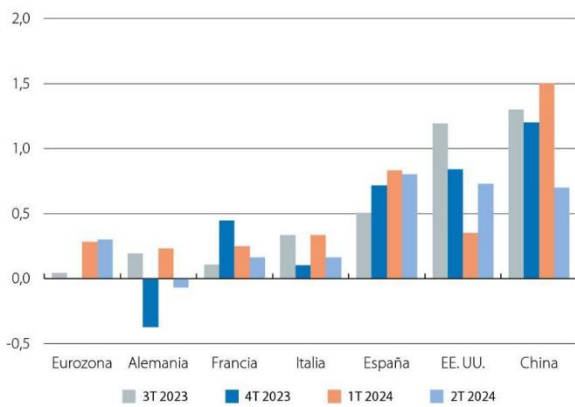
(Yen por dólar)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Banco de Japón.

Global: PIB

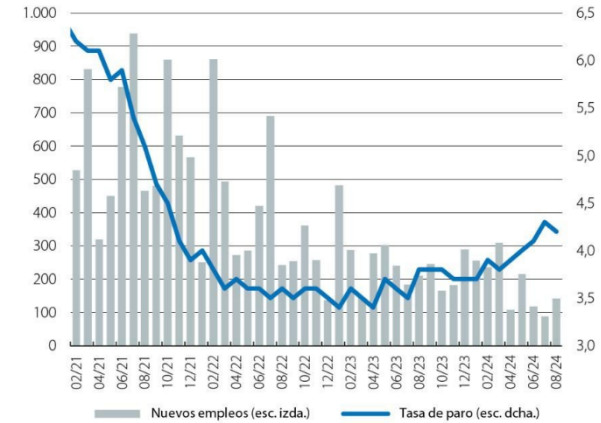
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Economic Analysis y de la Oficina de Estadística china.

EE. UU.: mercado de trabajo

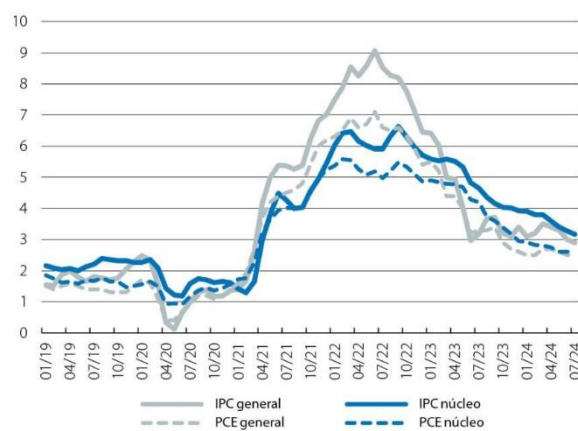
(Miles de personas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: medidas de inflación

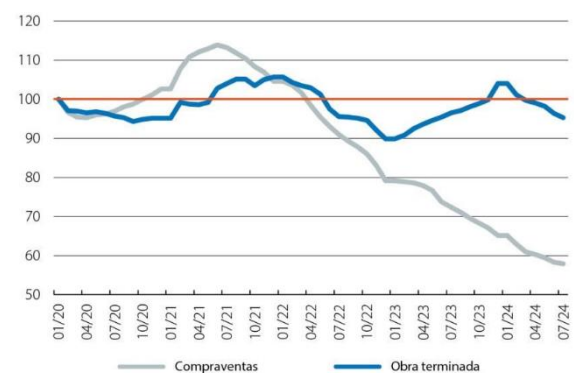
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

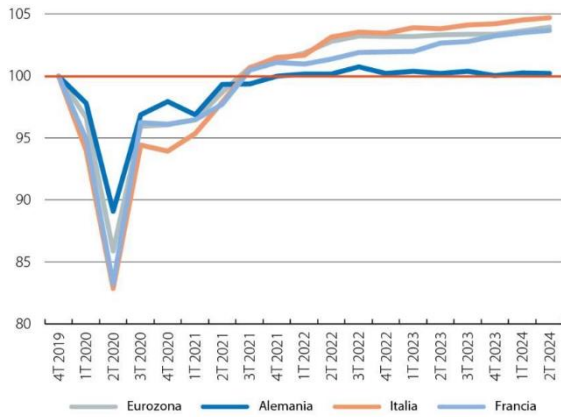
China: indicadores del sector residencial *

Índice (100 = enero 2020)



Nota: * Los datos se refieren a superficies totales (en millones de m²) construidas y vendidas, y se utilizan promedios de 12 meses (excluyendo los meses de enero y febrero de cada año).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china.

Eurozona: PIB real
Índice (100 = 4T 2019)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: inflación
Variación interanual (%)



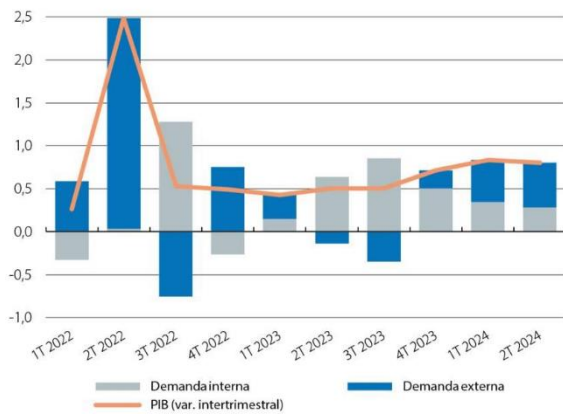
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Previsiones económicas del Banco Central Europeo

	Septiembre de 2024				Variación respecto a junio de 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
PIB								
Var. anual (%)	0,5	0,8	1,3	1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Inflación general								
Var. anual (%)	5,4	2,5	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Inflación subyacente								
Var. anual (%)	4,9	2,9	2,3	2,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Paro								
(% población activa)	6,5	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	0,0	0,2

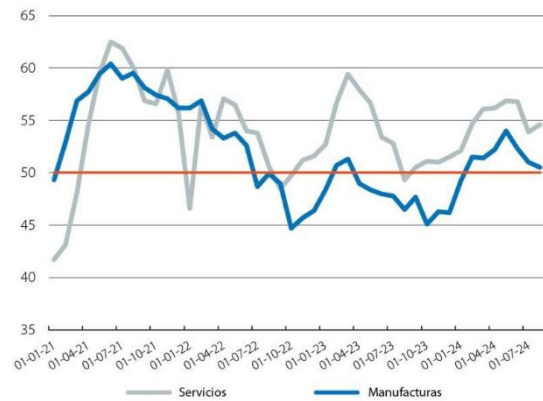
Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones del BCE.

España: contribución al crecimiento del PIB
P.p. y variación intertrimestral (%)



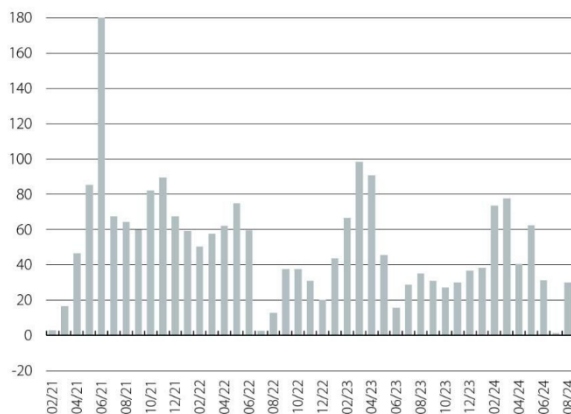
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI
Nivel



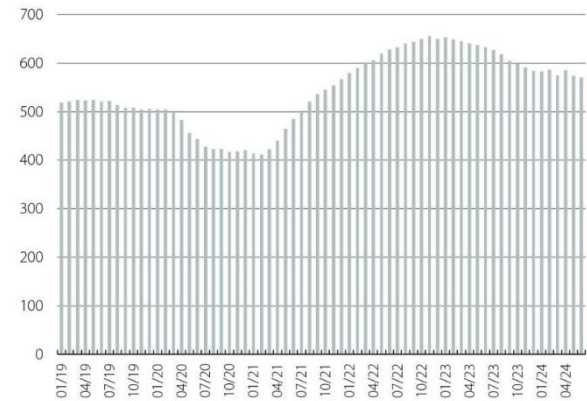
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

España: afiliados a la Seguridad Social Variación intermensual (miles) *



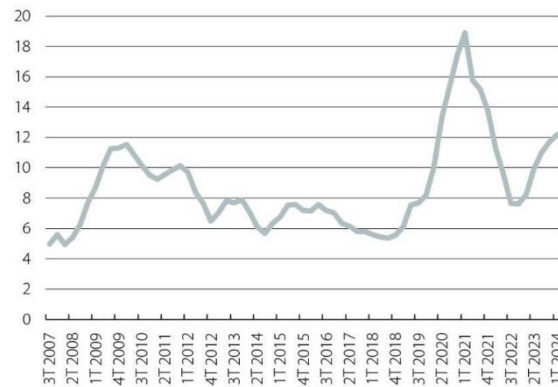
Nota: * Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MSSM.

España: compraventas de vivienda (Miles) *



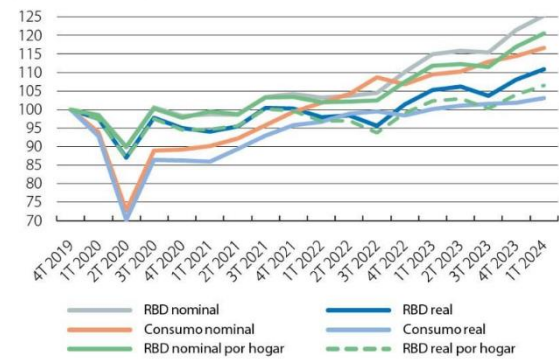
Nota: * Acumulado de 12 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: tasa de ahorro de los hogares (% de la renta disponible bruta)



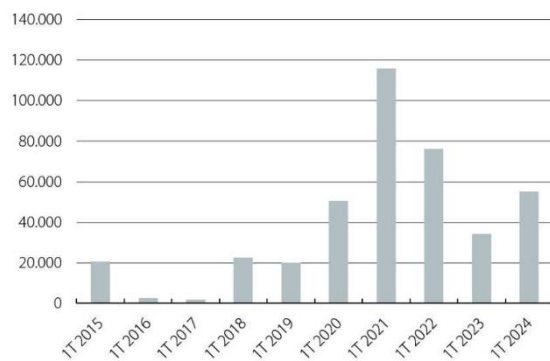
Nota: Acumulado en 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares (100 = 4T 2019)



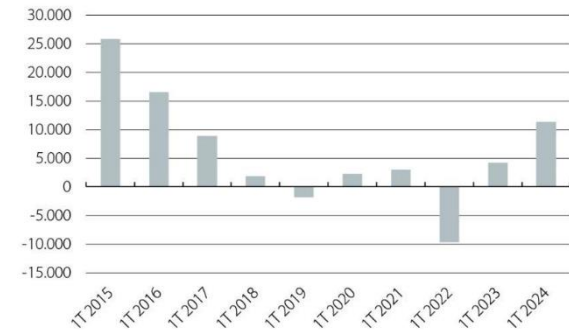
Nota: Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: adquisición neta de activos financieros de los hogares (Millones de euros) *



Nota: * Acumulado de 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: amortización neta de préstamos bancarios de los hogares * (Millones de euros) *



Nota: * Acumulado de 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.