

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 de 2024

Les cinc claus del dinamisme econòmic a Espanya

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

EUA, Eurozona i la Xina – Robustesa, Atonia i Desacceleració. El panorama econòmic global presenta contrastos marcats entre les principals economies. **Als EUA, el creixement del PIB és robust**, amb un avenç del 0,7% intertrimestral en el segon trimestre de 2024, impulsat per un mercat laboral sòlid i un consum privat resilient. Els últims indicadors d'activitat mostren que el dinamisme persisteix en el 3T i el creixement podria situar-se en cotes similars a les del 2T. De tota manera, les previsions per al 2025 segueixen apuntant a una moderació del ritme d'avenç, que podria situar-se al voltant de l'1,9% en el conjunt de l'any.

Atonia a l'eurozona. Els indicadors d'activitat suggereixen que l'activitat del conjunt de l'eurozona ha anat de més a menys els últims mesos. En aquest context, CaixaBank Research ha revisat les previsions a la baixa, amb un creixement esperat del 0,7% el 2024 i de l'1,3% el 2025. No obstant això, el menor vigor del conjunt de l'eurozona emmascara situacions molt diverses. En un costat, destaquen les dificultats d'Alemanya, que continua mostrant una debilitat més persistent de l'esperat. Els indicadors d'activitat econòmica es mantenen en declivi, especialment els referents al sector industrial. En canvi, la perifèria manté un millor to, especialment l'economia espanyola. Enmig, se situen les altres dues grans economies, França i Itàlia, amb uns indicadors d'activitat que no presenten grans

canvis, ni grans alegries, i on els comptes públics tornen a ser una de les grans preocupacions: el Consell Europeu va posar les dues economies sota un «procediment de dèficit excessiu» al juliol, i a finals de setembre a França el nou Govern de Michel Barnier va reconèixer que el dèficit públic pot acabar per sobre del 6% el 2024 (davant el 4,4% previst a principis d'any).

La Xina aprova noves mesures d'impuls, però continua patint debilitats estructurals.

L'economia xinesa segueix sense el dinamisme desitjat per les autoritats, il·lustrada per la crisi immobiliària i la debilitat de la demanda interna, i amb perspectives de creixement inferiors a l'objectiu oficial («al voltant del 5%» per al 2024). De fet, al setembre els indicadors d'activitat van tornar a perdre dinamisme i es van situar per sota dels registres del primer semestre. En aquest context, les autoritats van anunciar un nou paquet de mesures per estimular l'activitat econòmica, amb una combinació de mesures de relaxació monetària i suport al sector immobiliari a les quals, a falta d'anunci oficial, tot apunta que se li sumarà un paquet d'estímul fiscal.

Ajustament a la baixa de les expectatives de tipus. La inflació continua mostrant signes de moderació.

Als EUA, la inflació del PCE, referència de la Fed, va baixar al 2,2% a l'agost, mentre que l'índex (que exclou energia i aliments) es manté per sota del 3% des de febrer. A l'eurozona, la inflació general va descendir fins a l'1,8% al setembre, i es va situar per sota de l'objectiu del 2% del BCE per primera vegada des del juny de 2021. No obstant això, la inflació subjacent, encara que en descens, continua mostrant pressions en els serveis, i es manté al voltant del 4%.

Davant les menors pressions inflacionistes, tant la Reserva Federal com el Banc Central Europeu han ajustat la seva política monetària. La Fed va realitzar la seva primera retallada de tipus al setembre, reduint-los en 50 punts bàsics. Amb la inflació més controlada, ara centra més la seva atenció en l'evolució del mercat laboral. Per la seva banda, el BCE també va retallar els tipus al setembre, amb una reducció de 25 punts bàsics, deixant el tipus de referència en el 3,50%.

Tot això ha influït en les expectatives de tipus d'interès implícites en les cotitzacions dels actius financers. Als EUA, els inversors ara anticipen que els tipus d'interès podrien situar-se en el 2,75% a finals de 2025. A l'eurozona, s'espera que el tipus de referència del BCE assoleixin l'1,75% el setembre del 2025, també per sota de les expectatives anteriors. Aquesta revisió a la baixa en les expectatives de tipus reflecteix la confiança en què la inflació seguirà moderant-se, permetent als bancs centrals mantenir polítiques més acomodaticies per donar suport al creixement econòmic.

Impacte econòmic de les eleccions als EUA i del conflicte al Pròxim Orient. Les eleccions presidencials de novembre de 2024 als EUA tenen importants implicacions econòmiques, atès el contrast entre les polítiques dels candidats. La contesa entre Kamala Harris i Donald Trump presenta dues visions econòmiques divergents. Harris proposa un augment de la despesa social i en infraestructures, mentre que Trump advoca per retallades d'impostos i majors barreres comercials. Així, independentment del resultat, probablement la política fiscal mantindrà un to expansiu, cosa que podria augmentar les necessitats de finançament del Tresor i pressionar a l'alça els tipus d'interès globals. En l'àmbit comercial, l'augment d'aranzels que es produiria amb una victòria de Trump podria tenir repercussions significatives per al comerç global i les cadenes de subministrament. En canvi, Harris mantindria una política comercial més continuïsta. La política migratòria també és un punt de divergència rellevant, amb Trump proposant un enduriment dels controls, cosa que podria afectar l'oferta laboral.

Els preus de l'energia aguanten la incertesa geopolítica. Després de l'empitjorament de tensions a l'Orient Mitjà, el Brent cotitza per sota, però a prop, dels \$80 i els futurs apunten a un preu mitjà d'uns \$75 el 2025 (aproximadament el cotitzat a finals de juliol). Aquesta contenció es recolza en les perspectives de sobre oferta (major producció no OPEP i expectatives de més producció OPEP liderades per Aràbia Saudita) i un impacte limitat del conflicte (el potencial disruptiu a través de l'estret d'Ormuz és elevat, però la quota productora mundial de l'Iran no arriba al 5% i diferents països tenen alta capacitat productiva ociosa). Amb tot, la incertesa geopolítica és elevada.

Les cinc claus del dinamisme econòmic a Espanya. L'economia espanyola ha demostrat una notable resiliència en un entorn global desafiant. Malgrat la crisi energètica, les interrupcions en la cadena de subministrament global, el xoc inflacionari i l'enduriment monetari subsegüent, el PIB espanyol se situa àmpliament per sobre dels nivells previs a la pandèmia. Segons les últimes estimacions de l'INE, en el 2T 2024, el PIB es trobava un 5,7% per sobre dels nivells pre-pandèmics. En contrast, l'increment del PIB de l'eurozona ha estat més modest, amb un avanç del 3,9%.

Les dades més recents continuen mostrant una economia dinàmica. En el 2T 2024, el PIB va tornar a superar les expectatives, registrant un creixement trimestral del 0,8%, clarament superior al 0,2% del conjunt de l'eurozona. A més, les perspectives continuen sent prometedores, amb un ampli marge per continuar creixent. La bretxa del PIB espanyol en relació amb la trajectòria pre-pandèmica és substancial, aproximadament del 6%. Hi ha cinc factors que conviden a pensar que aquest gap s'anirà tancant gràcies a un creixement que probablement seguirà sent superior a la mitjana històrica del 2,0%.

En primer lloc, **destaca la sòlida salut financera del conjunt de les llars**. A nivell agregat, el nivell de deute és baix, situant-se en el 45% del PIB, en contrast amb el 81% assolit el 2012 o el 52% actual de l'eurozona. L'elevada taxa d'estalvi també ha enfortit els balanços de les llars, situant-se en el 13,4% de la renda disponible bruta, molt per sobre de la mitjana històrica del 8,6%. Finalment, la riquesa financera neta de les llars assoleix el 232% de la renda disponible bruta. Així, el punt de partida perquè el consum continuï creixent de forma dinàmica en els propers anys és favorable. De fet, és probable que acceleri una mica el pas a mesura que la inflació i els tipus d'interès es normalitzin.

El segon punt fort de l'economia espanyola és la seva diversificada base exportadora, que enforteix la resiliència econòmica. Les exportacions, tant en termes de productes com de països, estan més diversificades que en cicles anteriors, i cada vegada són més les empreses que exporten. En l'última dècada, el número d'exportadors regulars ha augmentat gairebé un 30%. Tot plegat ha donat un important impuls a les exportacions espanyoles, que ara representen el 38% del PIB davant del 26% del 2013. El seu comportament ha estat especialment dinàmic en els últims anys, i s'ha situat un 10,9% per sobre dels nivells del 2019 en termes reals, impulsades per les exportacions de serveis, que ja es troben un 35,0% per sobre dels registres previs a la pandèmia. Tot això ha ajudat a mantenir superàvits significatius en el compte corrent i a reduir el deute extern, amb la posició d'inversió internacional neta (PIIN) situant-se en el 47% del PIB, en comparació amb el 86% el 2020.

En tercer lloc, i no per això menys important, destaca la diversificació sectorial de l'economia espanyola, en part impulsada pel desplegament dels fons europeus NGEU. El turisme continua sent un motor significatiu del creixement econòmic. CaixaBank Research estima que el PIB turístic tancarà 2024 un 11,5% per sobre dels nivells de 2019. Però altres sectors també sobresurten: informació i comunicacions es troba un 23,4% per sobre del 4T 2019; activitats immobiliàries, un 15,9%; activitats professionals, un 15,6%; i la indústria manufacturera, un 10,2%. En el context internacional actual, amb una elevada incertesa i xocs sectorials en diferents països, la diversificació sectorial és un actiu a preservar. De fet, per als propers anys, a mesura que els tipus d'interès es vagin normalitzant, és probable que la inversió empresarial guanyi dinamisme i afirmi el teixit productiu del país.

Finalment, hi ha dos factors addicionals que en el cicle actual han entrat en escena de forma inesperada i que també estan jugant un paper destacat: el creixement demogràfic i la diversificació del mix energètic. En els últims dos anys, la població ha augmentat una mica per sobre de l'1% anual, en gran part a causa de l'arribada d'un milió de persones nascudes a l'estranger. Aquest influx ha incrementat i rejuenit la força laboral, i les projeccions indiquen que en els propers anys la població seguirà creixent a

un ritme similar. D'altra banda, destaca la diversificació del mix energètic, amb una creixent importància de les energies renovables en la producció d'electricitat. El 2023, les renovables van representar el 50% de la producció, un augment de 13 p. p. des del 2019. Això redueix la dependència energètica, millora la seguretat de subministrament i permet que els sectors més intensius en energia, com la indústria manufacturera, guanyin competitivitat.

En aquest context, **CaixaBank Research ha millorat les previsions de creixement per a l'economia espanyola**. Per al 2024, el creixement esperat del PIB se situa ara en el 2,8%, 0,4 p. p. per sobre de la previsió anterior. Per als pròxims anys, s'espera que el ritme d'avenç continuï sent dinàmic, amb un creixement superior al 2,0%, impulsat per un major protagonisme de la demanda interna i, en especial, del consum de les llars i la inversió.

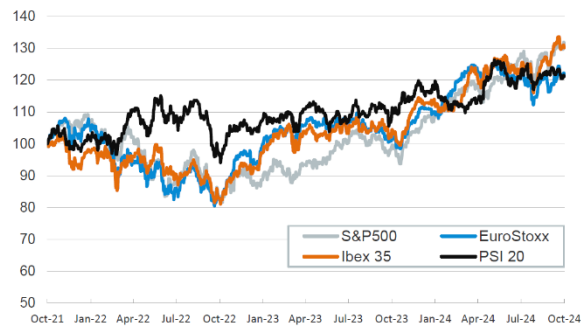
Oriol Aspachs
Octubre de 2024

Amb la col·laboració de:



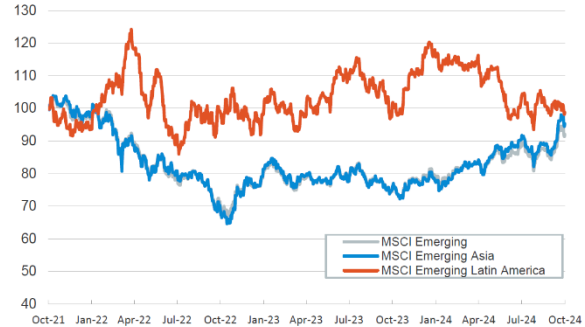
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



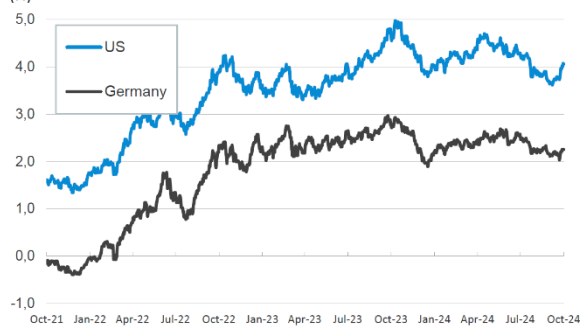
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



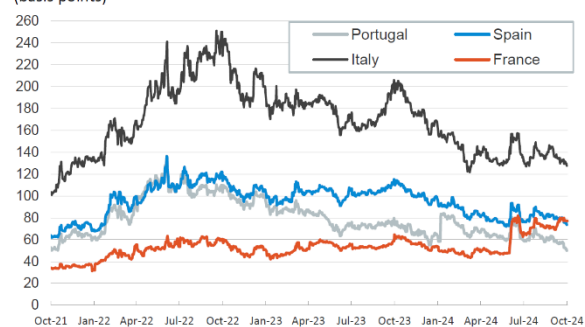
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



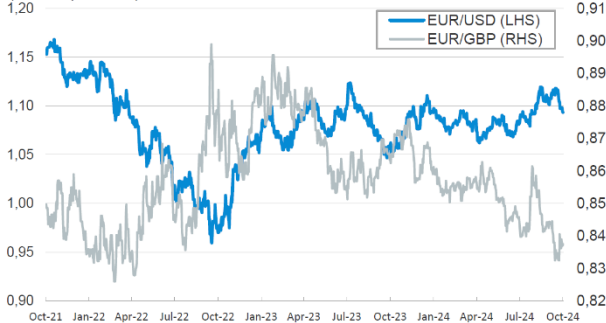
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



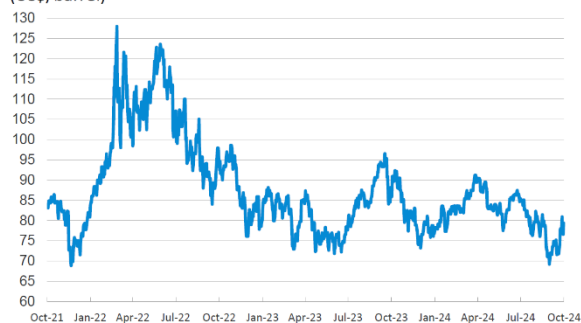
Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



Brent oil price

(US\$/barrel)



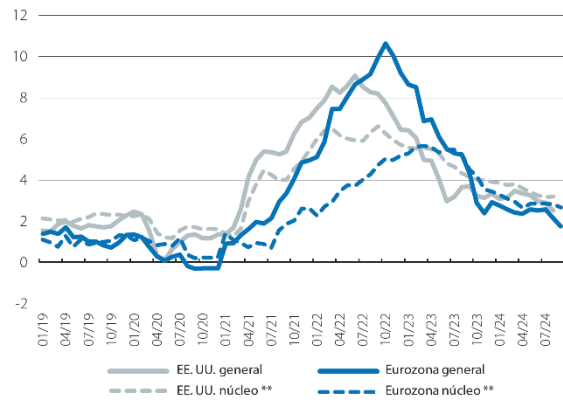
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



EE. UU. y eurozona: IPC *

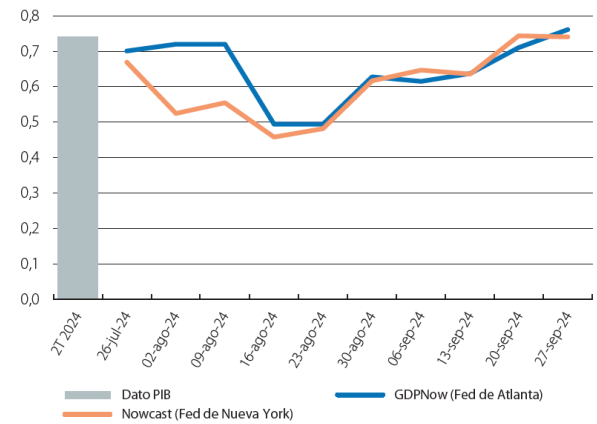
Variación interanual (%)



Notas: * IPC para la eurozona. ** Núcleo excluye energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

EE. UU.: PIB 2T y proyecciones 3T 2024

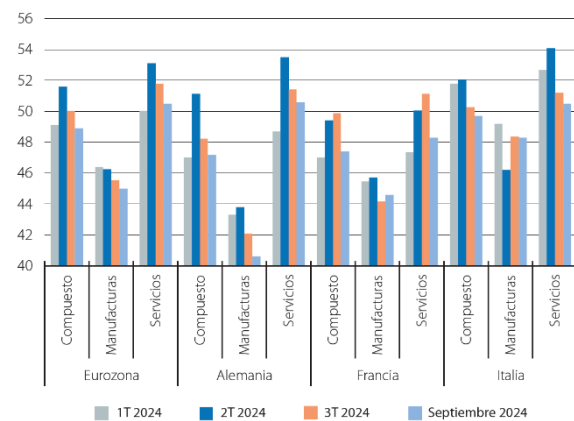
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: PMI

Índice

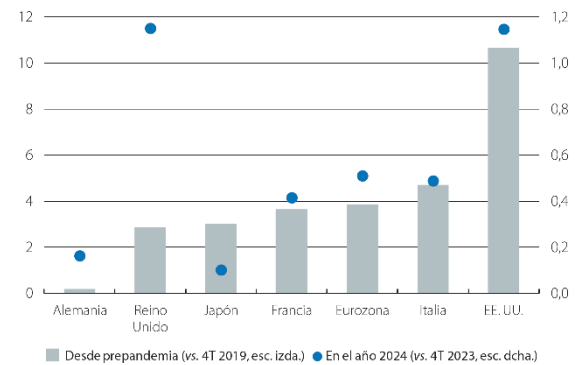


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Economías avanzadas: PIB hasta el 2T 2024

Variación acumulada (%)

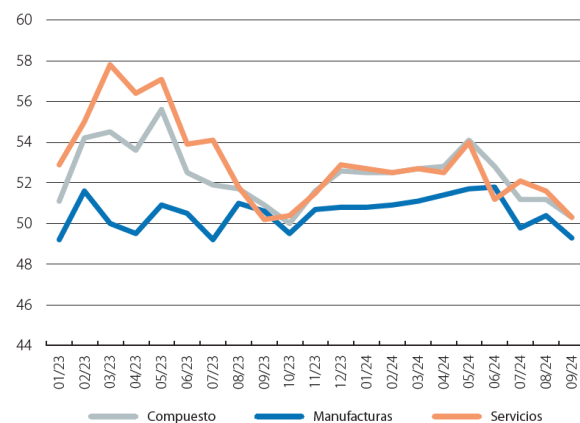
Variación acumulada (%)



Nota: Volumen de PIB a precios constantes.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, de la ONS, del BEA y de la Oficina del Gabinete de Japón.

China: PMI Caixin

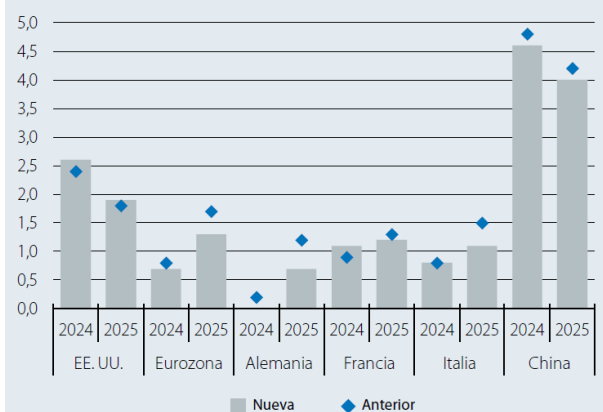
Índice



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

Previsiones de crecimiento del PIB

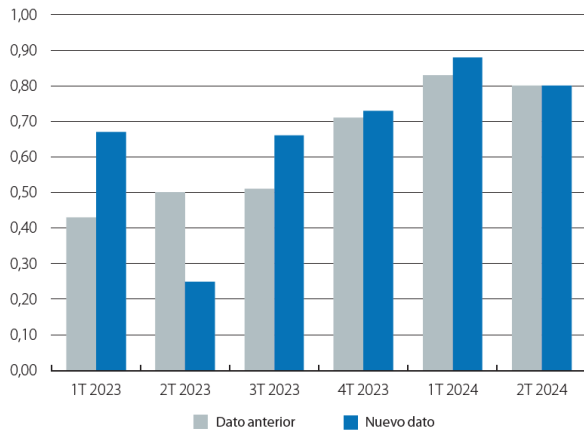
(%)



Fuente: CaixaBank Research.

España: PIB

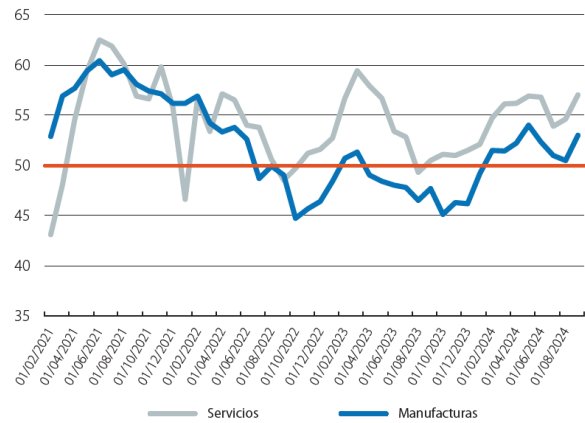
Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

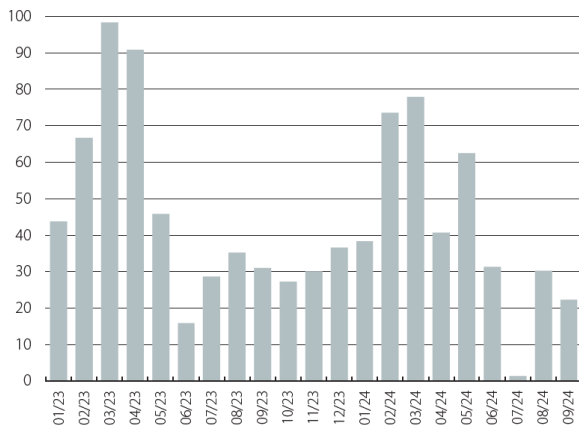
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social

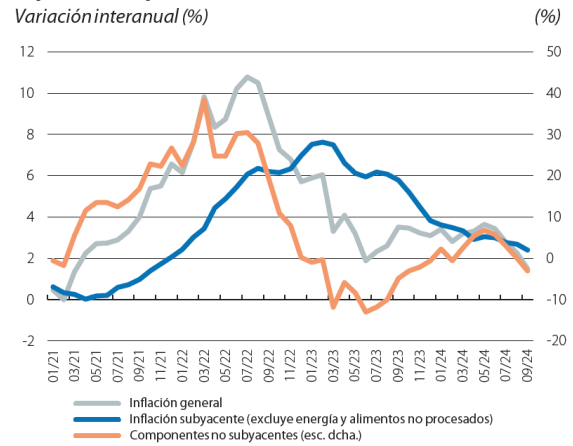
Variación intermensual (miles) *



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

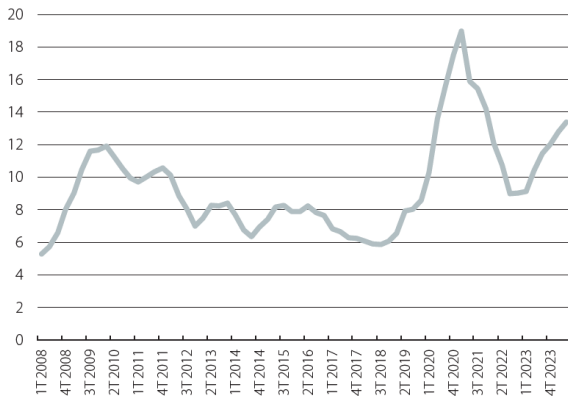
España: componentes de la inflación



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

España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)

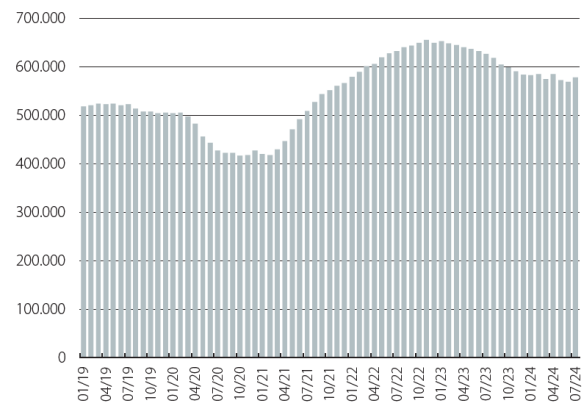


Nota: Acumulado de 4 trimestres.

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

España: compraventas de vivienda

Número de viviendas



Nota: Acumulado de 12 meses.

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