

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 Novembre de 2024

Trumponomics v2

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Trumponomics v2. El rumb de la política econòmica de la nova administració Trump sembla fixat, però l'abast final de les mesures anunciades durant la campanya i la velocitat a què s'implementin són molt incertes. A grans trets, les principals línies d'actuació s'estructuren al voltant de tres eixos: enduriment de la política comercial i dels fluxos migratoris, i relaxació de la política fiscal. Tot això impulsaria la inflació i el deute públic a l'alça, mentre que l'impacte en el creixement seria limitat.

Les tensions comercials augmentaran si s'implementen les mesures anunciades durant la campanya. Concretament, la nova administració Trump podria implementar un aranzel universal d'entre el 10% i el 20%, a més d'imposar aranzels recíprocs sobre les importacions dels EUA equivalents a les taxes que els socis comercials imposen a les exportacions estatunidenques. A més, ha anunciat la intenció de posar un aranzel del 60% sobre totes les importacions xineses. També es proposa renegociar l'USMCA (l'acord EUA-Mèxic-Canadà que va reemplaçar el NAFTA durant la primera presidència de Trump), amb un enfocament especial en la producció de cotxes i el comerç de béns xinesos a través de Mèxic.

L'impacte d'un enduriment de la política comercial podria ser significatiu per a l'economia europea, ja que **Estats Units és la principal destinació de les exportacions de la UE**: prop del 20% del total, al voltant de 500.000 milions d'euros el 2023 vs. 350.000 milions d'euros en importacions. Entre les principals

economies de la Unió Europea, Itàlia i Alemanya són les que presenten un major percentatge d'exportacions als Estats Units, al voltant del 10% en tots dos casos, el doble que Espanya. França se situa en una posició intermèdia. Actualment, les tarifes aranzelàries aplicades pels Estats Units a les exportacions de la Unió Europea són reduïdes: prop del 3% per als productes agrícoles i entre l'1% i el 2% per a la resta.

En matèria fiscal, es contempla una reducció d'impostos generalitzada. Destaquen la possible reducció de l'impost de societats del 21% al 15% per als productors domèstics, i l'extensió de les rebaixes de l'IRPF vigents que expiren el 2025. També es preveu eliminar els incentius verds de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) o, fins i tot, no es pot descartar una derogació de l'IRA, retirant així el suport als programes de transició energètica. En canvi, es recolzaria la producció domèstica de combustibles fòssils, alleujant els obstacles sobre la producció petrolera i de gas, i s'eliminarien les restriccions sobre les emissions.

Les economies estatunidenques i europees segueixen camins diferents. El

PIB de l'eurozona va créixer un 0,4% intertrimestral en el 3T 2024, però la imatge de fons és d'estancament. Alemanya va avançar un 0,2% però es va revisar a la baixa la dada del 2T, que ara reflecteix un retrocés del -0,3%. França va créixer un 0,4% intertrimestral (davant un 0,2% intertrimestral en el 2T), impulsada temporalment per l'efecte dels Jocs Olímpics de París. Itàlia es va quedar estancada en el 3T. Així, la dada del conjunt de l'eurozona només es va veure impulsada per la volatilitat de les dades d'Irlanda, que va créixer un 2,0% (-1,0% en el 2T), i pels bons registres de l'economia espanyola. Els primers indicadors disponibles del 4T suggereixen que l'economia europea es manté estancada.

En canvi, l'economia dels EUA va mantenir un creixement robust en el 3T i va avançar un 0,7% intertrimestral. A més, la desagregació per components mostra un perfil de creixement saludable, en el qual gairebé totes les partides del PIB avancen, tret de la inversió residencial. El 4T 2024 va arrencar de manera positiva segons les primeres dades disponibles. Els índexs PMI d'octubre van millorar lleugerament davant els de setembre, tant per a les manufactures com per als serveis, i els *nowcasts* de la Fed apunten que el ritme de creixement es manté al voltant del +0,6% intertrimestral.

L'economia xinesa aguanta en el 3T, però la tendència de fons és negativa. El PIB va créixer un 0,9% en el 3T davant d'un 0,5% en el 2T. Malgrat aquesta acceleració, el ritme de creixement en termes interanuals va continuar desaccelerant-se i es va situar a la cota més baixa des de l'inici del 2023. En un entorn en què les pressions des inflacionistes s'acumulen i la demanda interna continua donant senyals de debilitat, els estímuls fiscals anunciats recentment per les autoritats xineses poden donar un cert suport cíclic, però no modifiquen les perspectives econòmiques de fons.

Tipus a la baixa, però fins on? A quina velocitat? La Fed i el BCE han advocat per un **enfocament gradual**. Tot i que el BCE ha portat el tipus de referència des del màxim del 4,00% al 3,25%, i la Fed ha col·locat el *fed funds* en el rang de 4,50%-4,75% (vs. el màxim del 5,25%-5,50%), aquests nivells continuen sent restrictius i l'expectativa és que, en un escenari d'aterratge suau, les baixades de tipus continuïn progressivament el 2025. L'objectiu dels bancs centrals per al 2025 és portar els tipus d'interès a un nivell que ni estimuli ni refredi l'economia, sinó que l'equilibri amb el seu potencial. Aquest tipus d'interès d'equilibri, també anomenat natural o neutral, s'estima que als EUA s'emplaça entre el 2,75% i el 3,25% i a l'eurozona, entre l'1,50% i el 2,50%. A l'eurozona, el BCE podria arribar a la zona neutral ja el 2025, gràcies a la combinació d'un creixement amb poc vigor en l'agregat de la regió i a l'expectativa que la inflació es consolidi en l'objectiu del 2% en els propers trimestres (una perspectiva que es veu reforçada per la desacceleració dels salaris i els marges empresarials). Als EUA, l'escenari de CaixaBank Research també és que la Fed arribi a nivells neutrals al llarg del 2025, per evitar un refredament abrupte del mercat laboral davant d'una desinflació que, amb matisos respecte a Europa, sembla raonablement encarrilada.

Cada banc central haurà de calibrar els riscos idiosincràtics de la seva regió. **El BCE enfronta el desafiament de gestionar l'heterogeneïtat de l'eurozona**, on contrasta el sòlid creixement de les economies perifèriques com Espanya (que va camí de ser l'economia avançada amb més creixement el 2024) amb la debilitat d'Alemanya (l'única gran economia avançada que no està creixent el 2023-2024). Aquest desafiament fa que la política monetària òptima sigui diferent per a cada país i que diferents països requereixin nivells diferents de tipus d'interès. Una manera d'il·lustrar-ho és amb la regla de Taylor, una guia que mostra com històricament alguns països de l'eurozona haurien necessitat tipus d'interès més alts dels fixats pel BCE, mentre que altres països, amb una posició cíclica més feble, haurien requerit tipus més baixos. Com es veu en l'últim gràfic, el rang de tipus assenyalat per la regla de Taylor suggereix que el desafiament segueix present però, de moment, la dispersió és menor que en el passat.

Als EUA, el gran interrogant que haurà de gestionar la Fed serà la política econòmica de la futura administració de la Casa Blanca, que podria implicar un major estímul fiscal i polítiques comercials més restrictives. L'altre pol de risc sorgeix de la pròpia renovació de la junta de govern de la Fed, ja que durant la pròxima administració es renovaran dos dels seus set membres (Kugler el 2026 i Powell el 2028), així com els càrrecs de president (2026) i vicepresidents (Barr el 2026 i Jefferson el 2027), tots nominats pel president dels EUA i aprovats pel Senat.

L'economia espanyola continua sorprenent en positiu. No és novetat, però continua sent important remarcar-ho. Els últims indicadors disponibles per a l'economia espanyola han tornat a

sorprendre en positiu. Tot i que Europa es manté feble i que a nivell global la incertesa és elevada, l'evolució de l'economia espanyola segueix sobresortint en el context internacional.

El creixement del PIB d'Espanya va assolir el 0,8% intertrimestral en el 3T 2024, un registre superior a l'esperat per CaixaBank Research, l'escenari del qual contemplava un avanç del 0,5%, i relativament alt des d'un punt de vista històric. Com a referència, la taxa de creixement intertrimestral mitjana entre els anys 2000 i 2024 va ser del 0,5%. Entre els anys 2014 i 2019, quan l'economia es va recuperar de la crisi financera i de deute sobirà, el ritme de creixement mitjà es va situar en el 0,7%.

Les sorpreses han estat contínues durant els últims trimestres i això ens ha obligat a anar revisant a l'alça les previsions de creixement. Si es pren una mica de perspectiva, es posa de manifest que, al final, la millora ha estat substancial. Fa un any, CaixaBank Research esperava un creixement de l'1,4% per al 2024, una previsió similar a la del conjunt d'analistes. En canvi, l'escenari actual contempla un avanç del 2,8%. Les sorpreses s'han repartit entre diversos epígrafs. En part, les exportacions han crescut més de l'esperat, tant les de serveis turístics com les de no turístics, cosa que explica prop de la meitat de la sorpresa positiva. L'altra meitat de la millora de les previsions l'expliquen les sorpreses en el creixement del consum, tant el de les llars com el públic. L'únic epígraf que es manté relativament feble és el de la inversió. Esperem que en els propers trimestres, amb la normalització de les condicions financeres i el desplegament dels fons europeus NGEU, guanyi dinamisme.

En la llista de notícies positives, aquest mes també trobem un dels principals reptes de l'economia espanyola: el creixement de la productivitat. Concretament, en el 3T 2024 el creixement del PIB per hora efectivament treballada, una de les mesures de referència, es va accelerar fins a situar-se en el 2,5% interanual. L'avanç és resultat d'un major creixement del PIB que de les hores treballades. De fet, les hores treballades per treballador s'han reduït en els últims trimestres. L'anàlisi de les dinàmiques a nivell sectorial també és revelador. La millora de la productivitat, en part, és resultat del bon ritme de creixement d'alguns dels sectors més productius, com el de la informació i les telecomunicacions o el de la indústria química i farmacèutica, el pes de la qual ha anat augmentant en conseqüència. D'altra banda, la millora de la productivitat també és resultat de les millores que presenta en alguns sectors menys productius, com el comerç majorista o algunes branques industrials, com la fustera o l'agroalimentària.

Més enllà dels bons registres del 3T, els primers indicadors referents al 4T 2024 també estan sent encoratjadors. El ritme de creixement del nombre de persones afiliades a la Seguretat Social es va accelerar a l'octubre, i els indicadors d'activitat es van consolidar en zona expansiva o fins i tot van

millorar, com és el cas de la indústria. En aquest context, una vegada més, els riscos que envolten el nostre escenari de previsions es tornen a situar a l'alça. De fet, si mantenim sense canvis el ritme de creixement previst per als pròxims trimestres, el creixement anual de 2024 se situaria en el 3,1% enfront del 2,8% que contempla actualment l'escenari de CaixaBank Research. Per al 2025, l'escenari contempla un avanç del 2,3%, però després de conèixer-se els últims indicadors, aquest podria situar-se al voltant del 2,5%.

Les conseqüències de les inundacions, especialment greus a la província de València, mereixen una menció a part. El drama humà i social del desastre s'ha viscut de forma molt sentida per l'equip de CaixaBank Research. Tots ens hem sentit més valencians que mai. En matèria econòmica, les conseqüències també seran importants. La informació disponible encara és incompleta i l'impacte acabarà depenent de la valoració final dels danys, del temps que es tardi a restaurar les infraestructures i les xarxes de serveis bàsics, així com de les mesures de suport que s'implementin. El creixement de l'economia valenciana se'n ressentirà a curt termini, i això també es notarà en el conjunt de l'economia espanyola. Però esperem que més aviat que tard l'esforç inversor en reconstrucció i reposició del capital destruït prengui relleu a la situació actual.

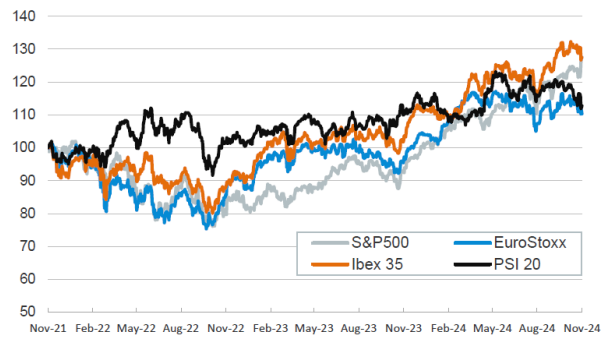
Oriol Aspachs
Novembre de 2024

Amb la col·laboració de:



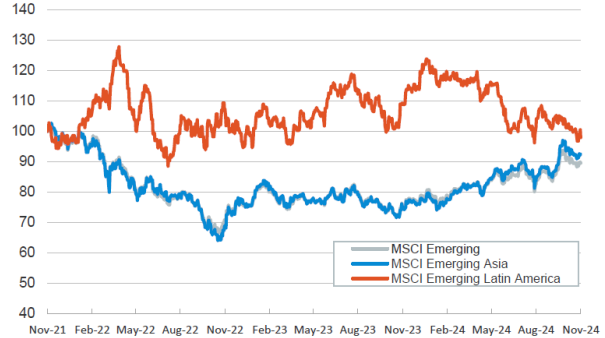
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



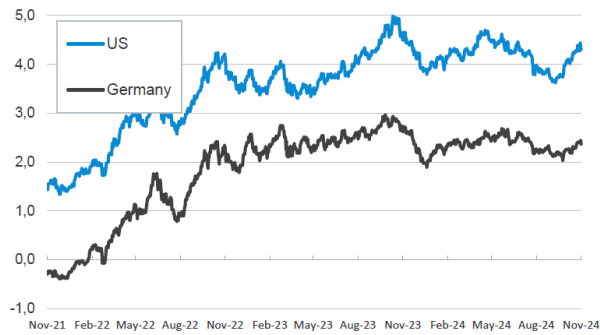
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



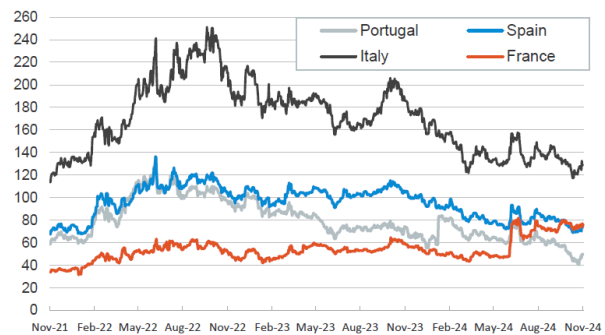
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



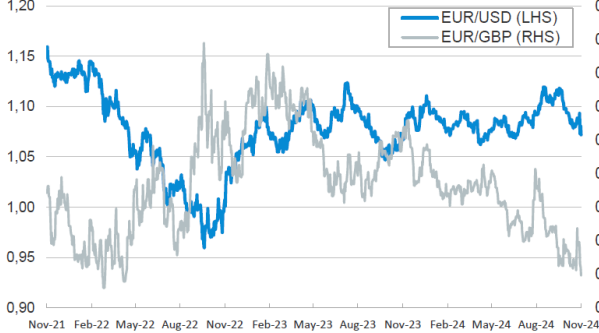
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



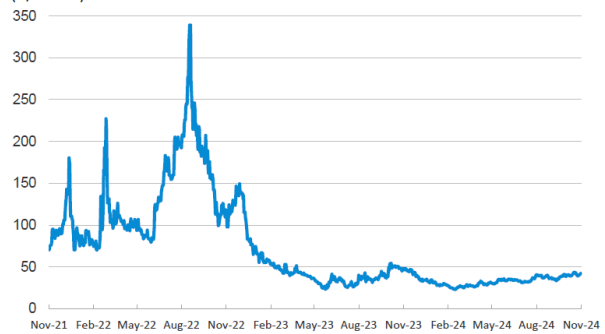
Brent oil price

(US\$/barrel)

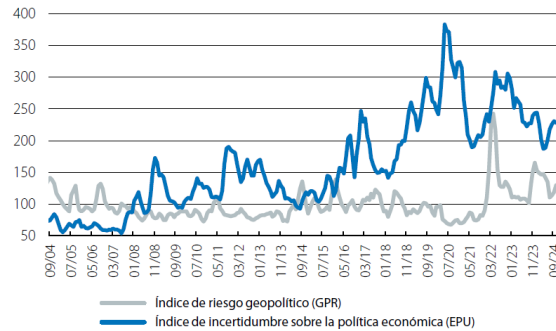


Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Global: riesgo geopolítico e incertidumbre Índice

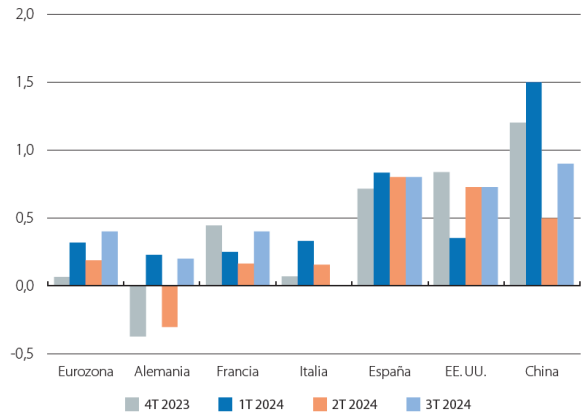


Nota: Los índices se construyen a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras relacionadas con riesgo geopolítico e incertidumbre sobre las políticas económicas. Ambos índices tienen base 100, correspondiente al promedio del periodo 1985-2019 (GPR) y 1997-2015 (EPU). Se muestran los promedios de 3 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S. R., Bloom, N. y J. Davis, S. (EPU) y Caldara, Dario y Matteo Iacoviello (GPR) (descargados desde <https://www.policyuncertainty.com/index.html>).

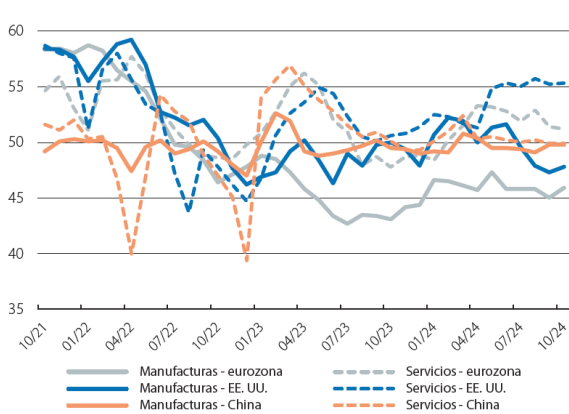
Global: PIB

Variaciones intertrimestrales (%)



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

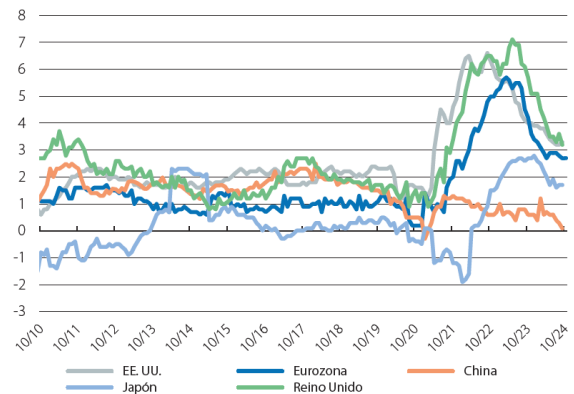
Global: PMI Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global y la Oficina Nacional de Estadísticas de China, vía Bloomberg.

Global: inflación núcleo

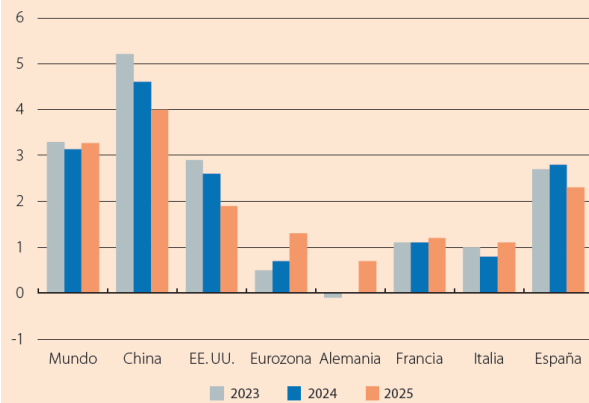
Variación interanual (%)



Nota: La inflación núcleo excluye los precios de la energía y de los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Crecimiento del PIB

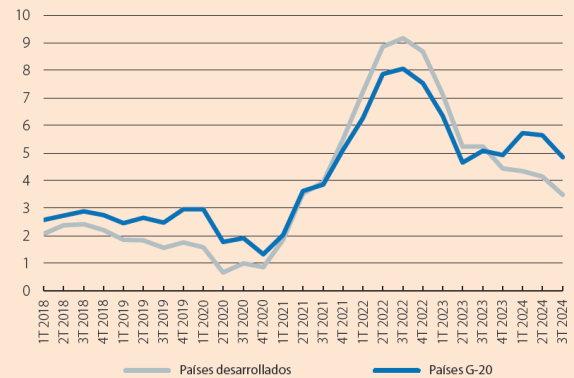
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

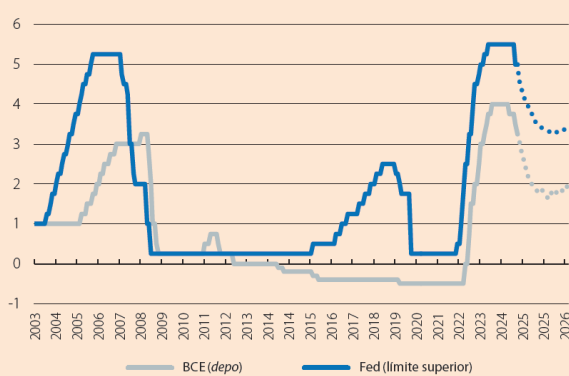
Economía mundial: inflación general

Variación interanual (%)



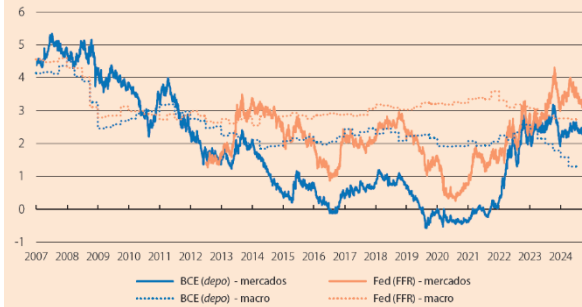
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés de referencia (%)



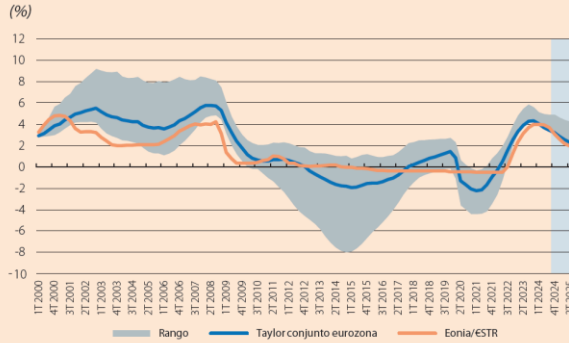
Nota: Las proyecciones futuras corresponden a forwards de mercados a cierre de octubre de 2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Estimaciones del tipo de interés de equilibrio (%)



Nota: Las estimaciones de «mercados» corresponden a forwards sobre los tipos de interés de referencia a un horizonte de 5 años vista. Las estimaciones «macro» corresponden al tipo de interés natural estimado por Holstrom et al. (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», más una inflación del 2%.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Fed de Nueva York.

Eurozona: regla de Taylor y tipo del BCE (%)

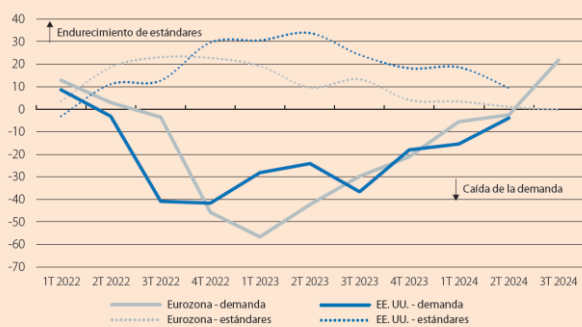


Nota: Tipo ESTR en 2025 según implícitos de mercado. El rango corresponde al tipo mínimo y máximo entre la prescripción de la regla de Taylor para Alemania, España, Francia e Italia. La regla de Taylor usada es:

$$i_t = \pi_{t-1} + (1-p)[r^* + 1.5(\pi_t - 2) + \bar{y}]$$

donde \bar{y} es el output gap (PIB observado respecto a potencial) y r^* es el tipo de interés natural.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Comisión Europea, de Eurostat, de la Fed de Nueva York y de Bloomberg.

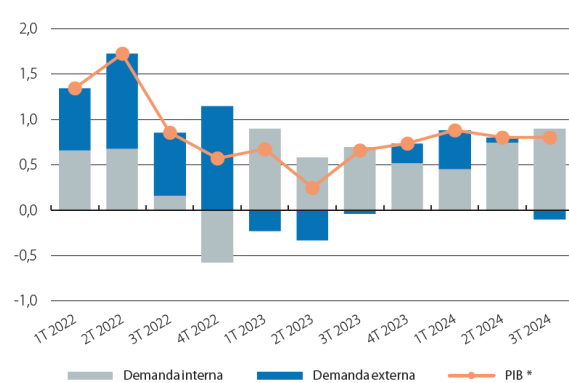
Evolución de las condiciones financieras



Nota: Balance neto de entidades que endurecen (+) o relajan (-) los criterios de concesión de crédito, o de entidades con incremento (+) o disminución (-) en la demanda de préstamos. Los índices reflejan el promedio ponderado para préstamos a empresas no financieras, compra de vivienda y consumo de los hogares.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (Bank Lending Survey) y de la Reserva Federal (SLOOS).

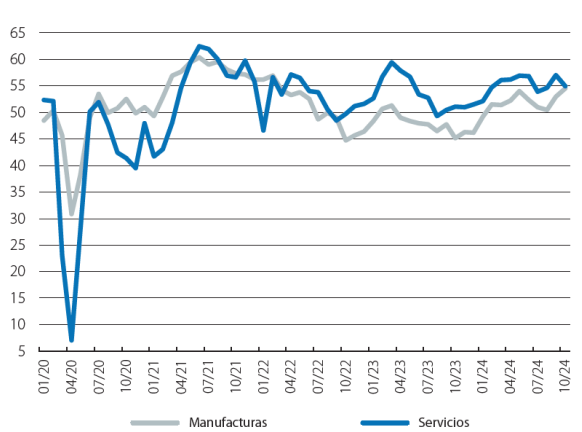
España: contribución al crecimiento del PIB por componentes

Contribución a la variación intertrimestral del PIB (p. p.)



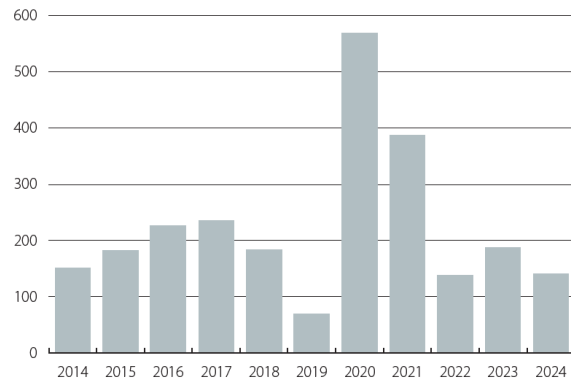
Nota: * Variación intertrimestral (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (CNTR).

España: PMI



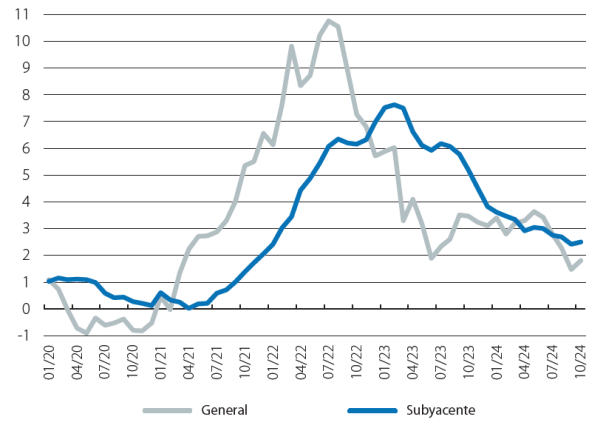
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IHS Markit.

España: variación trimestral de los ocupados en el 3T 2024 (Miles)



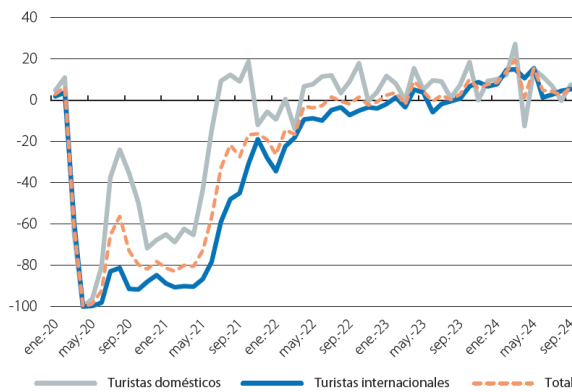
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

España: IPC Variación interanual (%)



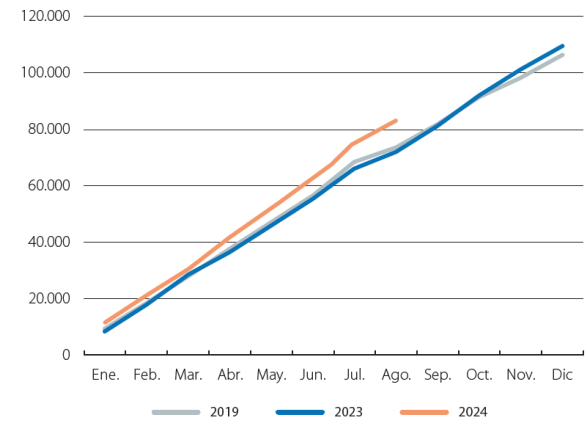
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: pernoctaciones turísticas en alojamientos Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



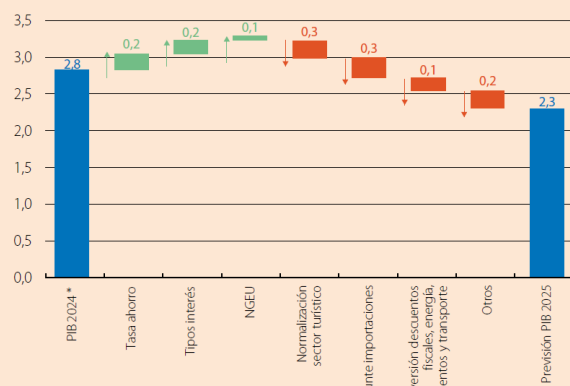
Nota: Pernoctaciones de turistas en hoteles, establecimientos de turismo rural, apartamentos turísticos, campings y albergues.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: visados de vivienda nueva Número (acumulado en el año)



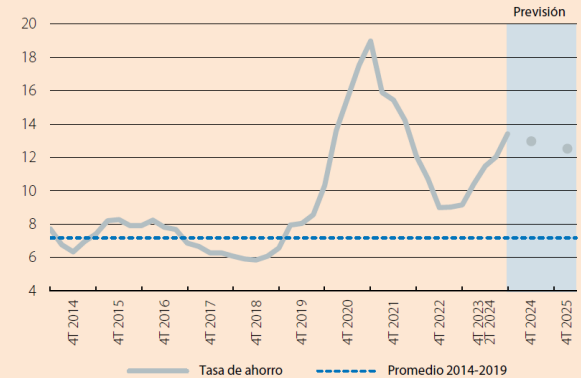
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

España: desglose del crecimiento del PIB 2025 (p.p.)



Nota: * Variación anual (%).
Fuente: CaixaBank Research.

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



Nota: Datos acumulados de 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.