IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 487 | MARÇ 2024

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Riscos al sector immobiliari comercial dels EUA

ECONOMIA INTERNACIONAL
L'última milla de la inflació als EUA

ECONOMIA ESPANYOLA
El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: de la desacceleració a l'expansió

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

La balança per compte corrent espanyola en perspectiva europea

DOSSIER: NOVES PERSPECTIVES PER A L'ECONOMIA GLOBAL I ESPANYOLA

Nou escenari econòmic per a l'economia internacional

Nou escenari econòmic: l'economia espanyola encara el 2024 amb millors perspectives

Inflació ON, inflació OFF: perspectives per al 2024

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Març 2024

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista en cap
José Ramón Díez
Director d'Economies i Mercats Internacionals
Oriol Aspachs
Director d'Economia Espanyola
Sandra Jódar
Directora de Planificació Estratègica
Adrià Morron Salmeron i
Nuria Bustamante
Coordinadors de l'*Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
5 de març de 2024

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Riscos al sector immobiliari comercial dels EUA*
Isabela Lara White

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *L'última milla de la inflació als EUA*
Ricard Murillo Gili

18 ECONOMIA ESPANYOLA

20 *El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: de la desacceleració a l'expansió*
Judit Montoriol Garriga

21 *Fons Next Generation EU: com ha anat el tercer any de fons europeus?*
Javier Garcia-Arenas

24 *La balança per compte corrent espanyola en perspectiva europea*
Erik Solé Vives

27 ECONOMIA PORTUGUESA

29 DOSSIER: NOVES PERSPECTIVES PER A L'ECONOMIA GLOBAL I ESPANYOLA

29 *Nou escenari econòmic per a l'economia internacional*
Rita Sánchez Soliva

32 *Nou escenari econòmic: l'economia espanyola encara el 2024 amb millors perspectives*
Oriol Carreras

35 *Inflació ON, inflació OFF: perspectives per al 2024*
Zoel Martín Vilató

Llums i ombres en una economia en transició

En els dos primers mesos de l'any, continuen presents les principals tendències que van marcar el comportament de l'economia internacional en l'última part del 2023: (i) creixement pròxim al 3%, amb divergències entre la solidesa dels EUA i d'una bona part de països emergents enfront de la feblesa de la Xina i, en especial, de la zona de l'euro; (ii) estabilitat en els preus de l'energia malgrat l'escenari geopolític desafiador que està alterant els fluxos de trànsit marítim entre Àsia i Europa; (iii) continuïtat del procés desinflacionista a les dues bandes de l'Atlàntic, amb una certa resistència a la baixa en les rúbriques de serveis; (iv) fortalesa del consum públic i privat en relació amb una inversió que no acaba de guanyar tracció malgrat comptar amb el suport dels programes fiscals expansius (IRA, NGEU, etc.) i el repunt en les despeses en defensa; (v) feblesa de la indústria, amb l'excepció del sector tecnològic (en especial el vinculat a la IA), que contrasta amb el funcionament positiu del sector serveis; (vi) solidesa del mercat de treball, escassament afectat per l'enduriment monetari, i (vii) bon comportament dels mercats de renda variable (el +6% l'MSCI Global al final de febrer), que reflecteix la confiança dels inversors en els efectes positius que tindrà l'escenari d'aterratge suau sobre els beneficis empresarials.

En aquesta etapa de continuïtat, mentre esperem l'inici del procés de relaxament monetari, precisament l'únic petit reajustament que s'ha produït en les primeres setmanes de l'any ha estat el tancament de la bretxa entre les perspectives de política monetària dels mercats financers i l'opinió que han vingut anticipant els bancs centrals en les últimes projeccions i comunicats. Ara els inversors descompten només 100 p. b. de baixades el 2024 (150 p. b. al desembre) i ajornen la primera retallada al mes de juny (abans la situaven al març/abril), la qual cosa ha provocat un moviment de correcció a la part llarga de la corba de rendibilitats del deute públic entre 20 i 60 p. b. Aquest canvi està vinculat a la sensació que la inflació entra en un terreny en què els progressos addicionals seran més costosos, un cop reduïts els efectes positius de la distensió energètica i de la desaparició dels colls d'ampolla globals, la qual cosa conferirà un major protagonisme als preus dels serveis. I és aquí on les autoritats monetàries necessiten una mica més de seguretat (i de confiança) sobre les dinàmiques que seguiran aquestes rúbriques en els propers mesos, tenint en compte que la seva evolució vindrà marcada per factors encara subjectes a incertesa, com l'evolució dels salaris o els costos relacionats amb l'habitatge. En tot cas, l'escenari monetari descomptat pels inversors continua sent netament positiu per a les perspectives econòmiques en la segona part de l'any, perquè, probablement, veurem baixades interanuals en l'euríbor a 12 mesos des del mes d'abril.

Per tant, mantenint la tònica dels últims trimestres, es continuen observant més llums que ombres en la complexa transició que està realitzant el cicle de negocis, afectat per les disrupcions que pateix l'oferta, tant per l'acumulació de pertorbacions negatives inesperades (COVID, colls d'ampolla, etc.), com pels primers senyals de canvis causats per la demografia, la transició energètica, la innovació (IA) o la recerca d'autonomia estratègica per part de les grans potències. Tot plegat mentre la demanda reflecteix alteracions en les preferències dels consumidors després de la pandèmia o l'extraordinari activisme assumit per la política monetària i fiscal en els últims anys. Aquest procés de canvi continu presidirà el comportament de l'economia a mitjà termini, de manera que la normalització del comportament de l'economia després de les tempestes dels últims anys sembla més un desig que una realitat. Això implica una incertesa apreciable sobre el comportament en el futur de variables com el creixement potencial o el tipus d'interès neutral.

En aquest context, intentant buscar senyals entre l'excés de soroll encara present en l'escenari econòmic, hem actualitzat les nostres previsions econòmiques i financeres i hem revisat lleugerament a l'alça la previsió de creixement mundial per al 2024 (del 2,9% al 3%), gràcies a la millora dels pronòstics per a les economies avançades (de l'1,1% a l'1,4%), que, en la seva major part, es justifica per la millora en les projeccions per als EUA (el 2,2% *vs*. el 0,8% anterior), ja que mantenim sense canvis la previsió per a Europa (el 0,7% el 2024 i l'1,7% el 2025), on hem revisat a l'alça la previsió de PIB per a l'economia espanyola fins a l'1,9% enguany (el 2,2% el 2025). En l'àmbit de la inflació, gairebé no hem realitzat ajustos en les previsions per al 2024 (el 5,2% al món, el 2,5% a l'OCDE i el 7,2% a les emergents) i el 2025 (el 3,2% al món, el 2% a l'OCDE i el 4,2% als emergents), quan veurem la inflació prop dels objectius dels bancs centrals. Això permetrà a la Fed i al BCE iniciar, al juny, la fase de relaxament monetari, durant la qual preveiem que s'acumularan quatre baixades fins a un total de 100 p. b. a les dues bandes de l'Atlàntic el 2024. Amb aquests moviments dels bancs centrals, el bo a 10 anys alemany tancaria enguany en el 2% (el 2,9% el bo espanyol). De cara al 2025, anticipem continuïtat en el procés de baixada de tipus d'interès, amb uns altres 100 p. b. als EUA (75 p. b. en el cas d'Europa).

José Ramón Díez
Març de 2024

Cronologia

FEBRER 2024

22 Els EUA tornen a la Lluna després de més de 50 anys amb l'aterratge d'Odysseus, el primer mòdul comercial que toca la superfície lunar.

DESEMBRE 2023

13 La COP28 (conferència de les Nacions Unides sobre el canvi climàtic) acaba amb el compromís de transitar per deixar enrere els combustibles fòssils.
20 El Consell Europeu aprova la reforma de les regles fiscals de la UE.

OCTUBRE 2023

7 Esclata un nou conflicte bèl·lic entre Hamàs i Israel.
20 Grècia recupera el grau d'inversió després que S&P apugi el seu ràting sobirà a BBB–.

GENER 2024

11 La NASA confirma que, el 2023, va ser l'any més càlid des que hi ha registres (1880).
19 El Japó es converteix en el cinquè país que aterra a la Lluna.

NOVEMBRE 2023

10 El programa Copernicus de la UE informa que l'any 2023 ha registrat el període gener-octubre més calorós a nivell mundial, amb 1,43 °C per damunt de la mitjana del 1850-1900, i rècords en els mesos de juny, juliol, agost, setembre i octubre.

SETEMBRE 2023

14 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%.

Agenda

MARÇ 2024

1 Portugal: ràting S&P.
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (febrer).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
11 Portugal: comerç internacional (gener).
15 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
Espanya: ràtings Moody's i S&P.
19-20 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
21-22 Consell Europeu.
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
Portugal: ràting Fitch.
25 Portugal: agregats de les AP (2023).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
26 Espanya: avanç del PIB (4T).
27 Espanya: avanç de l'IPC (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
28 Portugal: cartera de crèdits i dipòsits (febrer).

ABRIL 2024

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
Portugal: ocupació i atur (febrer).
Portugal: producció industrial (febrer).
3 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (març).
10 Espanya: comptes financers (4T).
11 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
15 Xina: PIB (1T).
18 Portugal: balança de pagaments (febrer).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
25 EUA: PIB (1T).
26 Espanya: enquesta de població activa (1T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
30 Espanya: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).
Zona de l'euro: PIB (1T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (abril).
30-1 Maig: Comitè de Mercat Obert de la Fed.

La inversió és capital

La inversió torna a centrar totes les mirades. Cada vegada és més evident que el ràpid canvi tecnològic i l'emergència de nous països amb capacitat per competir a nivell global, en especial la Xina, deixaran fora de joc aquelles economies que no actualitzin el seu teixit productiu. A més a més, això es produeix en un context de desconfiança creixent cap a les institucions multilaterals i, en general, entre els diferents blocs econòmics. Fins i tot la relació entre els EUA i Europa, que semblava indestructible fa uns anys, està sota sospita. Els continuats advertiments de Donald Trump sobre un augment generalitzat dels aranzels si guanya les eleccions és un avís per a navegants.

Els anuncis de mesures d'impuls a la capacitat productiva domèstica i de plans de reindustrialització s'han anat succeint en els últims anys a gairebé 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. La inversió és la variable de referència per valorar quins països estan ampliant i modernitzant l'estoc de capital.

L'evolució recent de la inversió total a les principals economies desenvolupades és força pobra. El 2023, la inversió en capital fix va créixer un 0,6% als EUA, un 0,9% a la zona de l'euro i un 0,6% a Espanya. Aquests registres contrasten amb els anotats durant l'últim cicle expansiu. Entre els anys 2014 i 2019, va avançar, de mitjana, un 4,6% anual als EUA, un 3,9% a la zona de l'euro i un 4,8% a Espanya.

No obstant això, les xifres agregades amaguen matisos importants. Als EUA, 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 manera 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, en els tres últims anys, del 8,0%; en equips informàtics i *software*, del 3,9%, i en recerca i desenvolupament, del 5,2%. Així, als EUA, la inversió privada no residencial se situa ja més d'un 10% per damunt dels nivells previs a la pandèmia.

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

La recuperació de la inversió s'hauria de consolidar en els propers anys. El relaxament de les condicions financeres, que ja s'ha començat a produir i que és d'esperar que es consolidi a partir de la segona meitat de l'any, quan la Fed i el BCE hagin començat a abaixar els tipus d'interès, podria actuar com un catalitzador important. Un element de suport addicional que s'hi podria afegir al llarg de l'any és la recuperació de la indústria, un sector especialment intensiu en inversió. Alguns indicadors comencen a suggerir que el sector pot haver tocat fons i es podria començar a recuperar si, finalment, es dona per tancada la crisi energètica. Destaca el repunt de la producció industrial, en especial la relacionada amb els béns de capital, i també dels índexs d'activitat del sector. En aquest sentit, la contenció de la guerra a Ucraïna i del conflicte entre Israel i Hamàs és clau perquè es consolidi la recuperació incipient.

En el cas de l'economia espanyola, és d'esperar que l'execució dels fons europeus NGEU vagi exercint una major tracció sobre la inversió privada. Com es detalla al Focus «Fons Next Generation EU: com ha anat el tercer any de fons europeus?», en aquest mateix *Informe Mensual*, l'execució va guanyant velocitat de manera gradual després d'un enlairament inicial una mica vacil·lant. El 2023, estimem que es van executar (fons adjudicats i justificats) una mica més de 16.000 milions d'euros. Es tracta d'un total inferior al previst en un inici. De tota manera, si, en els propers anys, es manté un ritme d'execució similar, sumat als 24.000 milions d'euros que estimem que ja es van executar entre el 2021 i el 2022, s'hauria de poder implementar el conjunt de mesures previstes al programa dins el termini previst, que finalitza el 2026. A tot això, se sumarà la pròxima execució dels préstecs sol·licitats per ampliar el programa amb l'addenda ja aprovada l'any passat. En aquest sentit, el ritme d'execució assolit és tan important com que els programes posats en marxa aconsegueixin transformar i impulsar l'economia espanyola de manera duradora. Per aconseguir-ho, una bona evolució de la inversió és capital.

Oriol Aspachs

Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	–0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	–0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	–0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	–0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prima de risc	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	–0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	–0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prima de risc	19	297	65	97	63	80	80
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	158,00	146,00
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	3,0	3,0	3,2
Països desenvolupats	*2,7*	*1,0*	*5,6*	*2,6*	*1,6*	*1,4*	*1,7*
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	–0,1	0,2	1,3
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Itàlia	1,5	–1,0	8,3	4,1	1,0	0,6	1,6
Portugal	1,5	–0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Espanya	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japó	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Regne Unit	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,4*	*6,9*	*4,1*	*4,0*	*4,0*	*4,2*
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	7,5	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	1,8	1,8
Mèxic	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	–	1,0	5,9	–1,2	3,6	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polònia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,6	3,2
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,5*	*2,0*
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japó	–0,3	0,4	–0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Països emergents i en desenvolupament	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,2*	*5,4*
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,7	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
Mèxic	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polònia	3,2	2,0	5,2	13,2	10,8	4,2	3,1

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,9	7,2	4,8	1,7	2,4	2,3
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	–0,2	3,8	2,9	1,6
Formació bruta de capital fix	5,6	–2,0	2,8	2,4	0,6	0,3	3,1
Béns d'equipament	4,9	–0,8	4,4	1,9	–1,8	–0,2	3,8
Construcció	5,7	–3,4	0,4	2,6	2,2	–0,2	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,4	0,2	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	–1,0	14,9	7,0	0,3	1,2	2,3
Producte interior brut	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,2	0,8	0,6	2,5	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,2	1,9	1,5	3,5	3,3	3,5
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–6,8	–6,8	–4,7	–4,1	–3,4	–2,9

Nota: *1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	–0,1	4,7	5,6	1,6	0,9	1,7
Consum de les AP	2,3	–0,2	4,5	1,4	1,2	1,8	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,8	8,1	3,0	2,4	3,4	5,2
Béns d'equipament	3,2	2,0	15,3	5,5	–	–	–
Construcció	–1,5	–2,3	7,4	1,3	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	4,7	1,2	1,8	2,2
Exportació de béns i serveis	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,8	5,4
Importació de béns i serveis	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,2	5,3
Producte interior brut	**1,5**	**–0,2**	**5,7**	**6,8**	**2,3**	**1,6**	**2,3**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–2,9	–0,3	0,7	0,4	0,6

Previsions

Els mercats s'ajusten a la «paciència»

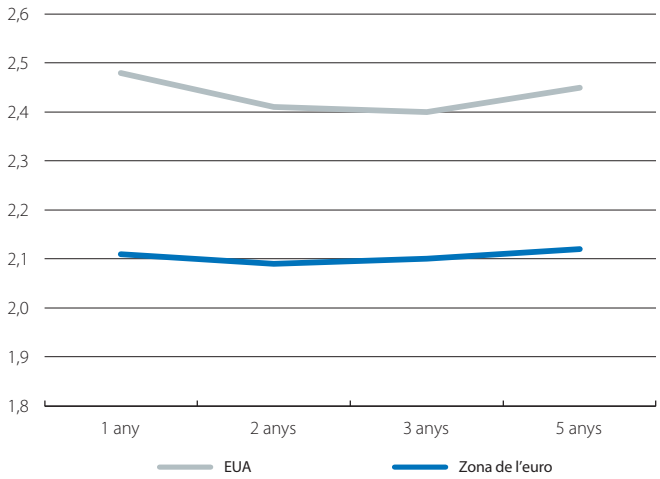
Els inversors ajornen les expectatives de retallades de tipus. La resistència a la baixa de la inflació subjacent a les principals economies va comportar que, a mesura que avançava el mes de febrer, els inversors revisessin les expectatives de política monetària i reorganitzessin les projeccions sobre el calendari de les baixades de tipus d'interès. Així, i davant la insistència dels missatges per part dels responsables de la Fed i del BCE, apuntant al fet que la batalla contra la inflació encara no ha finalitzat i que l'última fase serà més difícil d'abordar, els mercats financers van començar a suavitzar les agressives expectatives sobre el ritme de les rebaixes de tipus que havien cotitzat a l'inici de l'any, en especial als EUA. Malgrat aquesta circumstància, i entre els bruscos moviments de les rendibilitats del deute sobirà, els actius de risc van continuar mostrant un bon comportament, com en el cas de la renda variable, on la resiliència dels beneficis empresarials va empènyer fins a màxims històrics diversos dels principals índexs borsaris.

Els bancs centrals s'aferren a la cautela. Les dades de preus al consum i de costos industrials del febrer van confirmar les sospites dels inversors més previnguts sobre el fet que el ritme de desacceleració dels preus s'havia reduït notablement en relació amb els mesos anteriors a les dues bandes de l'Atlàntic. En els dos casos, l'augment de les pressions sobre els preus vinculades a l'energia i les traves comercials (derivades de les turbulències al mar Roig), la recuperació dels salaris davant el poder adquisitiu perdut i la resistència del cicle econòmic nord-americà van provocar que els inversors elevessin les seves perspectives sobre la inflació a curt termini (els *swaps* d'inflació a 1 any, a les dues economies, van pujar gairebé 40 p. b.) i les situessin moderadament per damunt del 2% en els propers anys. En paral·lel, i arran d'aquest increment dels preus esperats i de les declaracions de nombrosos membres dels dos bancs centrals, als mercats financers també es va començar a revisar el calendari de les rebaixes de tipus d'interès previstes per la Fed i pel BCE i la seva magnitud.

A la Fed, existeix la preocupació unànime sobre el risc d'abaixar els tipus massa aviat, ateses les sòlides dades d'ocupació i d'inflació, com va quedar recollit en les actes de l'última reunió del FOMC. Els missatges del banc central mostren una inclinació per un enfocament acurat, basat en l'observació de les pròximes dades d'inflació, del mercat laboral i del consum de les llars, i per un ajust dels tipus d'interès més lent que el *timing* anticipat pel mercat. D'aquesta manera, els inversors van ajornar les expectatives sobre la primera rebaixa dels tipus als EUA, des del març-maig al juny, i van apuntar a un descens de 100 p. b. en el conjunt del 2024. A la zona de l'euro, tot i que la conjuntura actual de la regió és més feble, els membres del BCE també es van mostrar molt cauts davant el risc de precipitar-se a l'hora d'abaixar els tipus d'interès i van apuntar a la necessitat de continuar observant la trajectòria de la inflació, sobre la qual podri-

Swaps d'inflació a diferents venciments

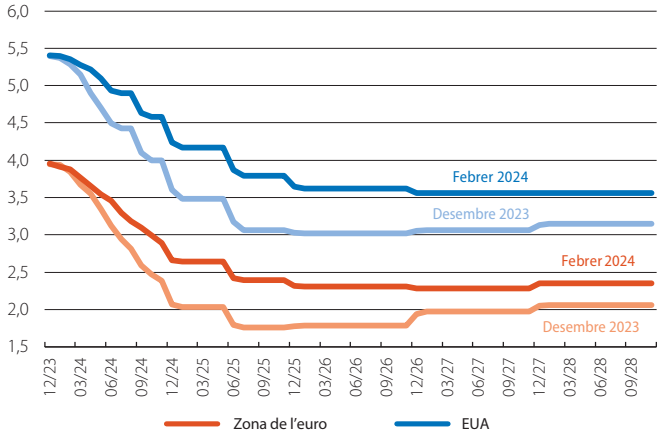
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE

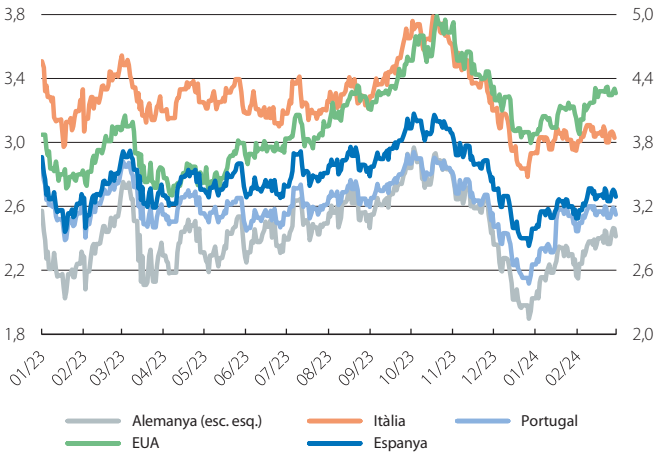
(%)



Nota: Forwards *sobre l'EFFR i tipus OIS de la zona de l'euro a partir de les corbes d'interès de mercat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%) (%)



Nota: *EUA, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

en influir aspectes com les negociacions salarials, els marges i la productivitat. Així, i de la mateixa manera que als EUA, els mercats també van ajornar l'expectativa per al primer descens dels tipus del BCE fins al juny i esperen un total de retallades de 100 p. b. en l'acumulat del 2024.

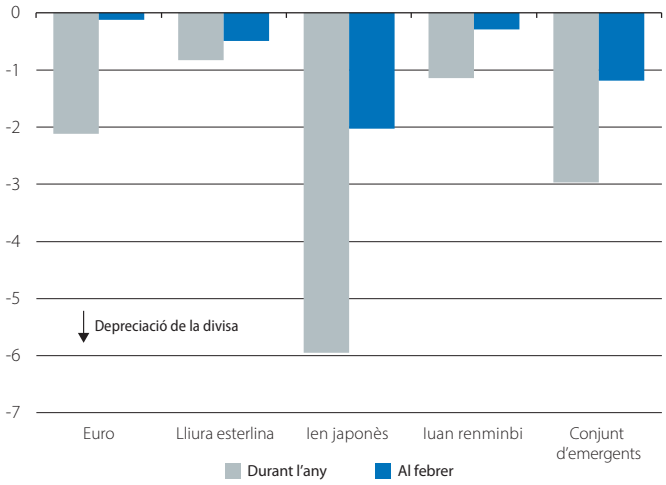
Les corbes de tipus sobirans es desplacen a l'alça. L'ajornament de les expectatives sobre els tipus d'interès als EUA i a la zona de l'euro va tenir la seva principal repercussió als mercats de renda fixa i, en concret, en les corbes sobiranes. La publicació d'una dada d'inflació als EUA menys benèvola del que s'esperava va provocar un fort repunt de la rendibilitat dels *treasuries* al llarg de tota la corba, que es va desplaçar a l'alça i s'hi va mantenir durant la resta del mes, alimentada pels missatges de paciència dels membres de la Fed. El tipus d'interès del bo a 2 anys, que recull bé les expectatives dels *fed funds*, es va enfilar a nivells no vistos des del «pivot» de la Fed del desembre i va acabar el mes per damunt del 4,6% (+41 p. b.). Aquesta circumstància va ser monetitzada pel tipus de canvi del dòlar, que va es continuar apreciant enfront de la resta de les principals divises. Mentrestant, la rendibilitat del *treasury* a 10 anys va tornar a trencar la barrera del 4% i va arribar a superar el 4,3%. A la zona de l'euro, el moviment de les corbes sobiranes va ser molt similar al dels EUA, induït per la reticència del BCE a reduir els tipus. Així, el bo alemany a 2 anys va acumular un ascens pròxim als 50 p. b. en el mes, mentre que, en els trams més llargs, el millor comportament del deute de les economies perifèriques va afavorir la reducció de les primes de risc.

La renda variable es manté immune a l'ajornament de la rebaixa dels tipus. Al febrer, i malgrat el futur de l'escenari monetari, els inversors van mantenir l'apetència per la renda variable, atrets, principalment, pel balanç positiu dels resultats empresarials en el 4T 2023. Les empreses tecnològiques i d'intel·ligència artificial van ser les que més suport van aportar als principals índexs borsaris, que, en el cas de l'S&P 500, del Dax alemany i del CAC francès, van assolir nous màxims històrics. Per la seva banda, la implementació de mesures als mercats d'accions per recuperar la confiança dels inversors i el desplegament d'ajudes al sector immobiliari a la Xina van afavorir els guanys en els principals índexs del país.

Els preus de les primeres matèries continuen continguts. En aquest context, la fortalesa del dòlar i el temor al refredament de la demanda van ajudar a contenir els preus de les principals *commodities*, llevat del barril de cru Brent. L'alleujament del dèficit de l'oferta de cru suscitat per l'augment de la producció de països externs a l'OPEP, en especial els EUA, va ser gairebé neutralitzat als mercats per l'augment de les tensions al mar Roig, de manera que el preu del barril es va mantenir durant gran part del mes cotitzant al voltant dels 83 dòlars. A l'altra cara de la moneda, el gas natural europeu (TTF holandès) va cedir fins als 25 euros/MWh en un context d'elevada oferta de gas natural liquat i de reserves gasístiques sanejades, enmig d'unes condicions meteorològiques més suaus del que és habitual al continent.

Divises enfront del dòlar

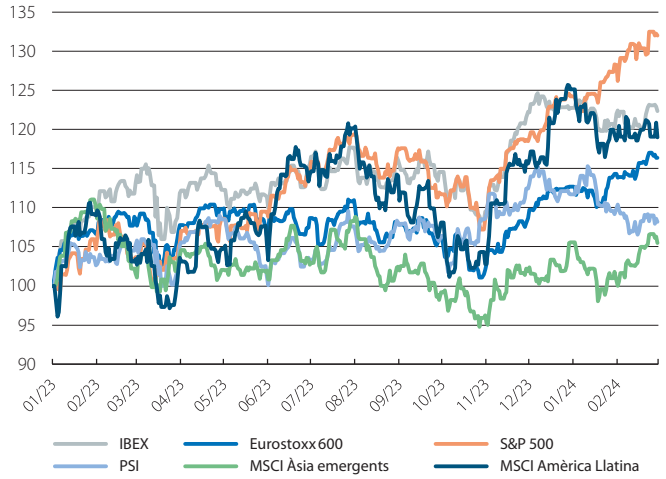
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Borses internacionals

Índex (100 = gener 2023)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Primeres matèries: preus

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	Durant l'any	2022	2023
Commodities	Índex	96,1	–2,7	–2,6	13,8	–12,6
Energia	Índex	30,9	–3,9	0,6	33,5	–25,6
Brent	$/barril	82,8	–0,9	7,5	10,5	–10,3
Gas natural (Europa)	€/MWh	25,5	–9,4	–21,3	8,5	–57,6
Metalls preciosos	Índex	215,4	–0,5	–3,7	–1,9	4,1
Or	$/unça	2.027,2	–0,3	–1,7	–0,3	13,1
Metalls industrials	Índex	136,0	–2,7	–4,6	–4,4	–13,7
Alumini	$/t	2.191,5	–3,6	–8,1	–15,3	0,3
Coure	$/t	8.474,0	–0,8	–1,0	–13,9	2,2
Agricultura	Índex	58,5	–4,1	–6,3	13,2	–9,3
Blat	$/bushel	582,5	–3,0	–7,2	2,8	–20,7

Nota: *Dades a 28 de febrer del 2024.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Riscos al sector immobiliari comercial dels EUA

Al final de gener, la cotització en borsa del New York Community Bancorp (NYCB), un banc especialitzat en el sector immobiliari d'oficines i de residències multifamiliars 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 indici dels riscos latents al sector immobiliari comercial dels EUA?

Què va passar?[1]

En pocs mesos, el NYCB va passar de ser una institució petita especialitzada a convertir-se en un banc amb més de 100.000 milions de dòlars en actius després de l'adquisició del Flagstar Bank, un banc basat a l'estat de Michigan, i del Signature Bank, un dels bancs fallits després de les turbulències del març del 2023. Després d'aquests canvis, al final de gener, el banc va anunciar una retallada del dividend del 70% per augmentar la liquiditat i, a més a més, un increment notable de les provisions (en més del 700%) per protegir-se davant el risc de pèrdues potencials en la seva cartera de préstecs. Tot i que les dues decisions es van presentar com mesures per adaptar-se als requisits reguladors, es van produir en un entorn de feblesa del sector immobiliari comercial dels EUA i es van anunciar en combinació amb un resultat de pèrdues i de guanys del banc en negatiu en el conjunt del 4T 2023 (a més del reconeixement de dificultats en dos préstecs de dimensions importants, un relacionat amb edificis d'oficines i un altre amb habitatges multifamiliars). Els mercats financers van penalitzar fortament aquests anuncis, el preu de les accions del NYCB es va enfonsar i, de llavors ençà, acumula un descens superior al 50%. A més a més, l'episodi va generar un cert contagi, amb descensos acumulats de les cotitzacions borsàries de la resta dels bancs regionals del 10%, en un moviment d'aversió al risc davant el temor que els problemes del sector immobiliari comercial dels EUA puguin començar a generar dificultats a les entitats més exposades. En canvi, els grans bancs, amb una exposició molt menor, amb prou feines es van contagiar del nerviosisme.

No tot el sector és igual i no tots els riscos són iguals

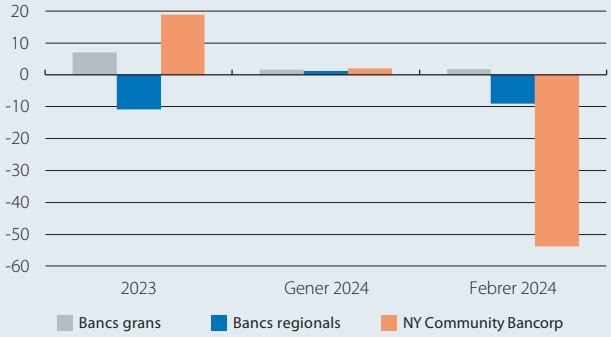
El sector immobiliari comercial és divers i inclou diferents segments amb les seves característiques i riscos propis, de manera que no tots ells estan necessàriament en una situació problemàtica. D'una banda, el segment detallista (que inclou des de botigues fins a floristeries, cafès i qualsevol establiment on es produeixin vendes al detall) s'ha vist beneficiat per la fortalesa del consum a l'economia nord-americana, així com el segment industrial (principalment, magatzems i centres de distribució) s'ha vist potenciat pel fort creixement de l'*e-commerce* després de la pandèmia.

La situació dels segments d'habitatges multifamiliars i d'oficines és diferent. El primer ha vist un ascens recent en les taxes de desocupació. A més a més, algunes ciutats com Nova York, Los Angeles i San Francisco han implementat controls de preus que limiten l'augment dels lloguers en certes zones de les ciutats. Però, en general, no sembla que el sector pateixi un problema estructural, perquè la falta d'oferta d'habitatges als EUA i els alts tipus d'interès (que refreden la demanda d'hipoteques i, per tant, la compra d'habitatges) es presenten com a suports a mitjà termini.

En canvi, el segment d'oficines sí que travessa una conjuntura difícil, i ho fa enmig de canvis estructurals, derivats,

EUA: funcionament borsari dels índexs bancaris

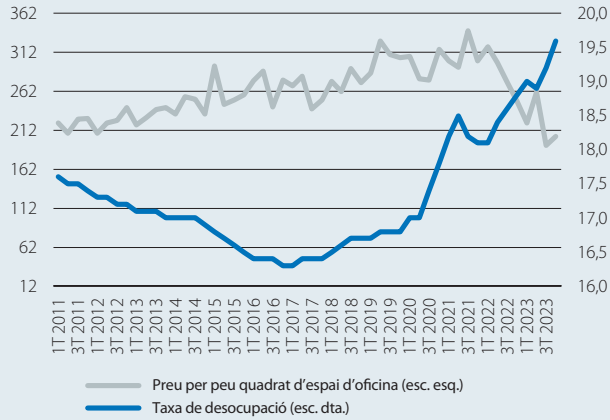
Variació en el període (%)



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.*

1. Aquest article es va tancar el 29 de febrer. De llavors ençà, i fins al tancament d'aquest *Informe Mensual*, NYCB ha patit un canvi de lideratge després de trobar debilitats en els controls interns de préstecs, ha revisat a l'alça les pèrdues i ha rebut una injecció de capital de 1.000 milions de dòlars. La pèrdua acumulada en la cotització de les seves accions era d'un 65% al tancament d'aquest informe.

en especial, dels hàbits adoptats després de la pandèmia, ja que el treball en remot i/o híbrid ha passat a ser la nova norma i és un llast per a la demanda d'espais d'oficina. Les taxes de desocupació d'oficines es troben en màxims i s'acosten ja al 20% al conjunt del país. A més a més, la taxa d'ocupació de noves construccions està en mínims: segons les dades de Bloomberg, dels 24,5 milions de peus quadrats de construcció finalitzada el 2023, només se'n van ocupar 4,8 milions.[2] Així, la sobreoferta ha limitat els preus de lloguer i ha depreciat el valor de les propietats. Tant és així que els preus de les propietats d'oficines han caigut el 40% des del pic assolit el 2021.

A tot això s'afegeix el risc de refinançament. Un estudi publicat per l'NBER[3] estima que, en el 44% dels préstecs d'oficina, el valor de mercat de la propietat és inferior al saldo del préstec pendent associat a la propietat. I, en un context de tipus d'interès elevats, s'estima que, el 2024 i el 2025, vencen préstecs per valor de 150.000 milions i de 300.000 milions de dòlars, respectivament, que hauran de ser refinançats.

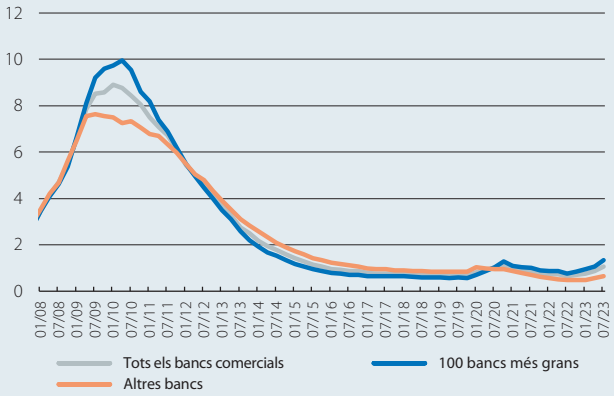
No tots els bancs són iguals i no tota l'exposició de la banca és igual

Segons dades de la Fed, el mercat de préstecs al sector immobiliari comercial és de 3,5 bilions de dòlars (a l'octubre del 2023), dels quals 2,7 bilions estan en mans dels bancs comercials. Aquesta quantitat representa, en agregat, el 25% de la cartera total de préstecs dels bancs nord-americans i el 13% dels seus actius. No obstant això, les proporcions varien, i l'exposició al sector immobiliari comercial és principalment rellevant a la banca regional: per als 25 més grans, que tenen el 30% dels préstecs immobiliaris comercials en mans de la banca comercial, aquest sector representa només el 13% de la seva cartera de préstecs, i, específicament, el d'oficines, el 3%, mentre que, per a la resta dels bancs petits regionals, que tenen el 70% restant dels préstecs al sector, és el 44%.

Més enllà de la dimensió de l'exposició de la banca, altres xifres són més tranquil·litzadores. Ara com ara, les taxes de morositat es mantenen històricament baixes. La mitjana de la ràtio LTV (*loan to value* o relació préstec-valor) als bancs regionals en els préstecs al sector immobiliari comercial és del 58%, una xifra conservadora. En unes simulacions realitzades recentment per la Fed de St. Louis, estimen que, si tota la cartera de deute immobiliari comercial perdés el 10% del seu valor, les entitats en situació d'insolvència només representarien el 2% dels actius de tot el sistema bancari nord-americà. En aquest sentit, les paraules del president de la Fed, Jerome Powell, i de la

EUA: taxes de morositat dels préstecs immobiliaris comercials

(%)



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

secretària del Tresor, Janet Yellen, ofereixen una anàlisi balancejada de la situació: els dos han reconegut que la feblesa del sector immobiliari comercial és un problema en què algunes entitats petites i regionals tenen una exposició rellevant i que, probablement, hi ha pèrdues, però és una font de risc que segueixen des de fa temps i que consideren que és «manejable»; també asseguren que estan «treballant amb ells [bancs petits]». I és que, en els propers trimestres, i més enllà de l'aire conjuntural que puguin donar les primeres baixades de tipus de la Fed, és probable que persisteixin les dificultats estructurals del sector, en especial al segment d'oficines, i que es continuï navegant en una conjuntura exigent.

Isabela Lara White

2. L'equivalent en el sistema mètric correspon a 2,2 milions de metres quadrats construïts, dels quals se'n van ocupar 445.000 metres quadrats.
3. Vegeu Xuwewi *et. al.* (2023), «Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress and US Bank Fragility», NBER Working Paper Series, desembre.

Tipus d'interès (%)

	29-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euríbor 3 mesos	3,94	3,91	3	2,8	115,4
Euríbor 12 mesos	3,75	3,57	18	23,6	0,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,43	3,15	28	17,2	18,3
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,90	2,43	47	49,7	–30,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,41	2,17	25	38,7	–30,0
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,29	3,09	20	29,6	–37,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,12	2,97	15	46,7	–45,4
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 mesos	5,33	5,32	2	0,2	42,8
Deute públic a 1 any	5,00	4,71	29	23,6	–1,9
Deute públic a 2 anys	4,62	4,21	41	36,9	–25,8
Deute públic a 10 anys	4,25	3,91	34	37,1	25,8

Spreads *de deute corporatiu (p. b.)*

	29-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	55	60	–5	–3,2	–23,8
Itraxx Financer Sènior	64	70	–6	–2,9	–23,8
Itraxx Financer Subordinat	117	131	–14	–5,4	–36,8

Tipus de canvi

	29-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,081	1,082	–0,1	–2,1	1,3
EUR/JPY (iens per euro)	162,060	158,950	2,0	4,1	11,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,856	0,853	0,4	–1,3	–3,5
USD/JPY (iens per dòlar)	149,980	146,920	2,1	6,3	10,1

Primeres matèries

	29-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	524,4	521,5	0,6	2,8	–5,0
Brent ($/barril)	83,6	81,7	2,3	8,5	–0,8
Or ($/unça)	2.044,3	2.039,5	0,2	–0,9	11,3

Renda variable

	29-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	5.096,3	4.845,7	5,2	6,8	29,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.877,8	4.648,4	4,9	7,9	15,7
Ibex 35 (Espanya)	10.001,3	10.077,7	–0,8	–1,0	7,3
PSI 20 (Portugal)	6.158,0	6.322,8	–2,6	–3,7	3,2
Nikkei 225 (Japó)	39.166,2	36.286,7	7,9	17,0	42,3
MSCI emergents	1.020,9	975,8	4,6	–0,3	3,7

Es mantenen les tendències en l'economia internacional

Continuïtat en l'escenari internacional. Les últimes dades apunten al fet que les dinàmiques viscudes al final de l'any passat es prolongaran. Així, l'economia nord-americana continua fent gala d'una notable capacitat de creixement, al mateix temps que la zona de l'euro continua sense trobar l'impuls necessari per allunyar definitivament el fantasma de recessió. Per la seva banda, a la Xina, els problemes del sector immobiliari estan obligant a instrumentar diferents mesures per limitar-ne l'impacte sobre el creixement del conjunt de l'economia.

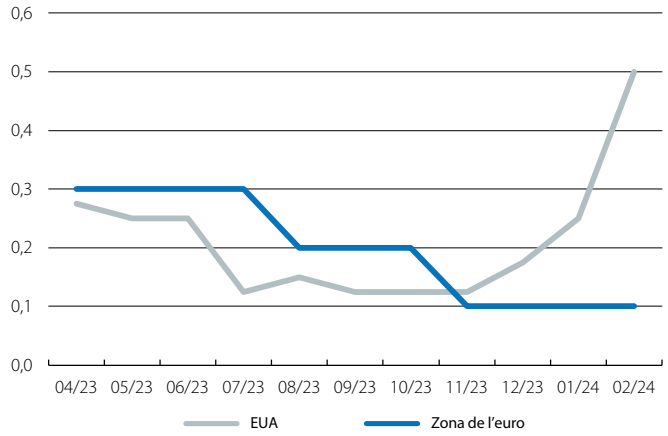
La zona de l'euro comença l'any amb unes perspectives febles. De fet, els PMI del febrer confirmen que l'activitat continua força apàtica (índex compost +1 punt, fins als 48,9, per sota del llindar de 50, que indica creixement), castigada per les dificultats de la indústria i per la falta d'impuls del sector serveis. A més a més, l'índex de sentiment econòmic va anotar al febrer la seva segona caiguda consecutiva (–0,7 punts, fins als 95,4, lluny del 100, que assenyala creixements pròxims a la mitjana històrica), a causa, principalment, del deteriorament del sector serveis. El comportament d'aquests indicadors suggereix que, en els primers compassos del 2024, la zona de l'euro continua amb la falta d'impuls que la va caracteritzar el 2023, i tot fa pensar que, de nou, l'economia s'estancarà en el 1T, i no es pot descartar encara una caiguda de l'activitat.

Alemanya concentra les pitjors perspectives i els majors riscos. El PIB de la major economia de l'àrea ja va tancar el 2023 caient (el –0,3% intertrimestral en el 4T) i corre el risc de començar també el 2024 reculant, com així ho adverteix el Bundesbank. De fet, al febrer, el PMI compost va caure fins als 46,1 punts, arrossegat per un sector manufacturer que acumula 20 mesos consecutius en terreny contractiu i per un PMI de serveis que, al febrer, va encadenar cinc mesos per sota dels 50 punts. A més a més, els baixos nivells de l'Ifo al febrer (85,5, enfront del valor de 100 compatible amb creixements pròxims a la seva mitjana a llarg termini) i una confiança del consumidor que continua en mínims apunten a un 1T amb poques sorpreses positives. Pel que fa a França i a Itàlia, diversos indicadors de clima empresarial apunten al fet que la situació és una mica millor que a Alemanya, però romanen, al febrer, en valors compatibles amb una activitat pràcticament estancada. En aquest context de feblesa de l'activitat econòmica, la inflació de la zona de l'euro va disminuir de manera suau al febrer (general en el 2,6% i nucli en el 3,1%).

Els EUA comencen l'any amb pas ferm. Les expectatives per a l'economia continuen sent força positives i no es veuen alterades pel mal comportament mostrat al gener per alguns indicadors. En aquest sentit, les caigudes patides al gener per les vendes al detall (el –0,8% intermensual *vs.* el +0,4% anterior) i per la producció industrial (el –0,1% *vs.* el 0,0%) s'expliquen, en bona part, per unes condicions meteorològiques força adverses. Així mateix, el fort descens de les comandes de béns duradors al gener (el –6,1% *vs.* –0,3%) és degut a la reculada de les comandes de béns de transport (les comandes d'aeronaus comercials van caure gairebé el 60%), mentre que les comandes de béns de capital no relacionats amb defensa (*proxy* de la inversió en béns d'equipament) van créixer el 0,8%. Per tant,

*Global: previsions de creixement del PIB en el 1T 2024 **

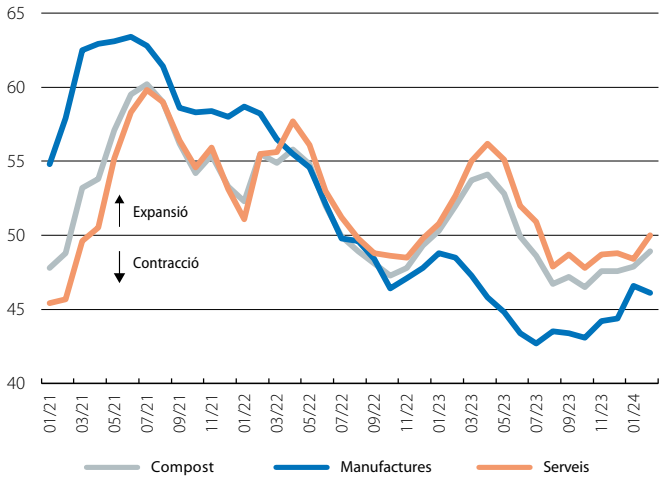
Variació intertrimestral (%)



Nota: ** Mitjana del consens de previsions de Reuters.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.*

Zona de l'euro: PMI

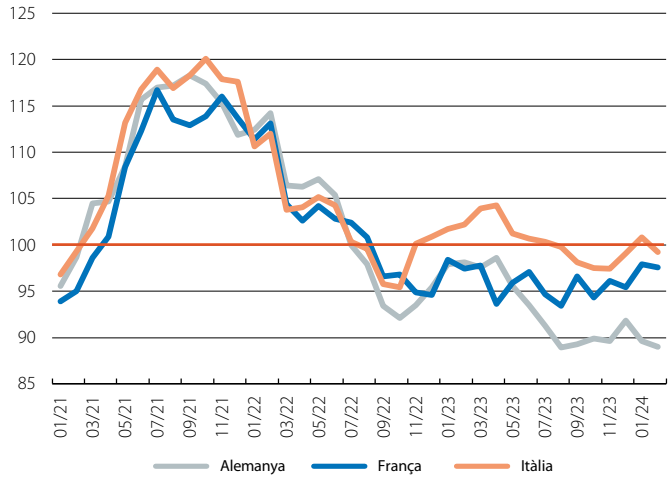
Índex



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'S&P Global PMI.*

Zona de l'euro: sentiment econòmic

Índex (100 = mitjana des del 2000)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

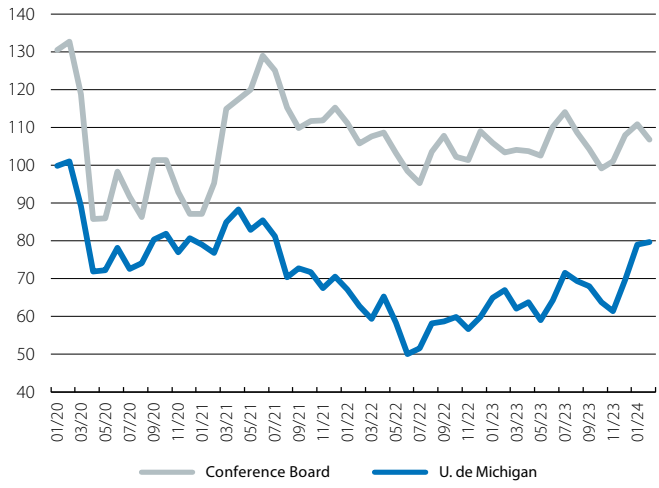
aquest feble inici d'any no implica que ens trobem a les portes d'un canvi sobtat de tendència. De fet, els PMI del febrer es van situar folgadament per damunt del llindar dels 50 punts, que apunta a creixement, tant a nivell agregat (51,4) com en manufactures (51,5) i en serveis (51,3). Pel que fa a la despesa de les famílies, l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, malgrat caure al febrer (106,7 *vs.* 110,9), mostra una mitjana del gener-febrer clarament per damunt de la mitjana del trimestre anterior. El dinamisme que encara mostra el mercat de treball (al gener es van crear 353.000 llocs de treball, amb una taxa d'atur que es va mantenir en el 3,6%) propicia que la despesa de les famílies continuï robusta a curt termini.

El descens de la inflació als EUA està sent molt gradual. D'altra banda, la situació del sector residencial pel costat de la demanda està millorant tímidament. Així, les vendes d'habitatges de segona mà van augmentar el 3,1% al gener, fins als 4,0 milions d'unitats en termes anualitzats, i les vendes d'habitatge nou van pujar l'1,5% en el mateix mes, fins a les 661.000 unitats anualitzades. Aquestes dades, en tot cas, són encara el 25% i el 6,5% inferiors, respectivament, a la seva mitjana a llarg termini pre-COVID, la qual cosa dona una idea del marge de millora existent a mesura que els tipus d'interès a 30 anys (principal referència que s'aplica a les hipoteques) es vagin adequant a l'escenari de tipus considerat per als EUA. En aquest context de dinamisme econòmic, la inflació està caient, però més lentament que en els trimestres anteriors, a causa de la resistència a recular que mostra el component de *shelter* (pesa més del 35% de l'IPC general): al gener, la inflació general va cedir 0,3 p. p., fins al 3,1%, i la nucli es va mantenir sense canvis en el 3,9%. Les evidències de fortalesa de l'economia nord-americana, sumades a la lenta correcció de la inflació, expliquen els forts moviments dels mercats financers en les últimes setmanes i els ajustos de les expectatives del mercat sobre el moment en què la Fed durà a terme la primera retallada de tipus en més de dos anys (vegeu la conjuntura de Mercats).

El sector residencial xinès és el gran llast de la seva economia. La celebració de l'Any Nou Lunar (ANL) xinès afecta la publicació dels indicadors mensuals i limita la nostra capacitat per analitzar l'economia xinesa en aquest inici d'any. Entre els escassos indicadors disponibles, els relacionats amb la despesa interna durant les vacances de l'ANL, com les vendes al detall o la despesa en restaurants, van créixer un robust 8,5% interanual. D'altra banda, els problemes al sector residencial persisteixen: al gener, les vendes d'habitatges van caure el 35% interanual, la qual cosa va incrementar encara més els ja elevats inventaris d'habitatges i va pressionar a la baixa els preus, que, al gener, van recular a un ritme interanual de l'1,2% (el –0,9% anterior). Per la seva banda, el PMI compost oficial es va mantenir estable en els 50,9 punts al febrer, només marginalment en zona expansiva. En aquest context, el Banc Popular de la Xina continua adoptant mesures per estimular el crèdit (el tipus de referència de les hipoteques s'ha reduït en 150 p. b. des de l'any passat) i per augmentar la liquiditat del sistema retallant el coeficient de caixa. No obstant això, als problemes del sector residencial se suma l'impacte negatiu que pugui tenir sobre les decisions de consum i d'inversió l'agreujament de la situació de deflació de l'economia: al gener, la variació interanual dels preus al consum va ser del –0,8% (el –0,3% anterior) i la dels de producció, del –2,5% (el –2,7% anterior).

EUA: confiança del consumidor

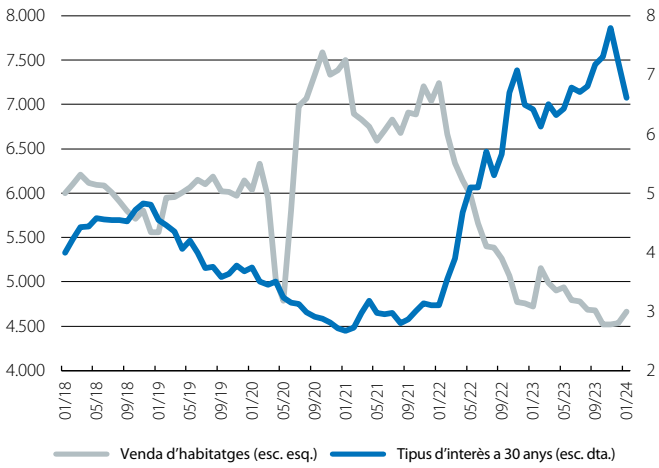
Índex



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Conference Board i de la Universitat de Michigan.*

EUA: venda d'habitatges i tipus d'interès*

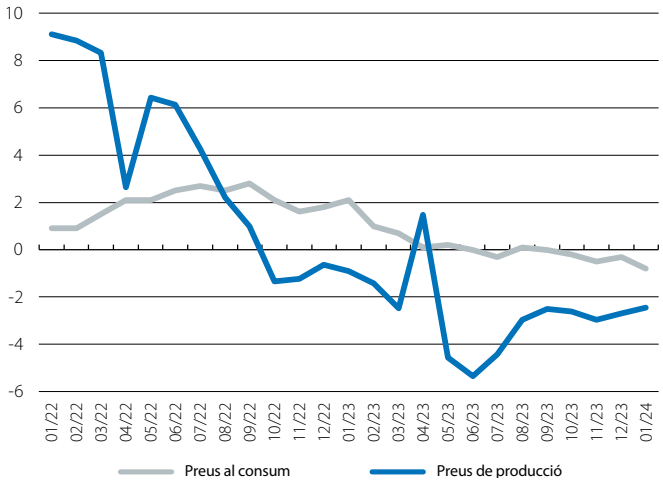
(Milers d'unitats anualitzades) *(%)*



Nota: ** Habitatges nous i habitatges de segona mà.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Census Bureau, de la National Association of Realtors i del Freddie Mac.*

Xina: evolució dels preus

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.*

L'última milla de la inflació als EUA

Entre les claus del nostre nou escenari per a les economies internacional i nord-americana, hi ha la previsió que els bancs centrals començaran a retallar els tipus d'interès cap a la meitat del 2024. No obstant això, aquest relaxament de la política monetària està condicionat pel fet que la inflació continuï baixant cap al 2%, un camí que no està exempt de turbulències, que no necessàriament serà ràpid i que s'ha batejat com a «l'última milla». Centrant-nos en el cas nord-americà, quins elements ajudaran a assolir el 2%?

La inflació general dels EUA es va situar, al gener, en el 3,1% (0,3 p. p. menys que al desembre i 1,0 p. p. per sota de la mitjana del 2023), mentre que la inflació nucli, que exclou l'energia i els aliments, es va mantenir en el 3,9% (el 4,8% el 2023). Aquestes xifres són encara una mica més elevades del que desitjaria la Reserva Federal, però hi ha diversos indicadors i matisos que apunten al fet que les pressions inflacionistes s'estan moderant més del que indica aquest 3,1%.

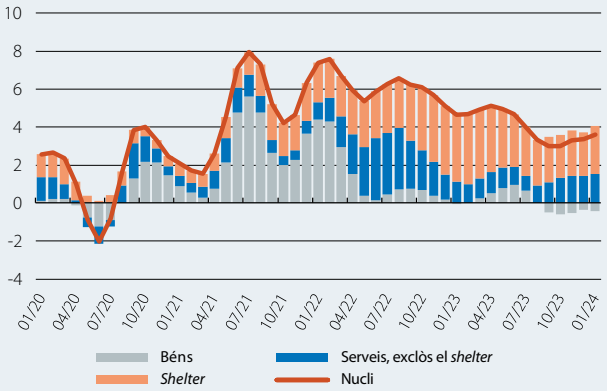
Per observar les pressions inflacionistes més immediates, és útil l'anomenat *momentum* de la inflació,[1] perquè ens indica quina seria la inflació interanual si es mantinguessin durant 12 mesos les pressions inflacionistes dels últims tres. Així, com es pot veure al primer gràfic, el *momentum* de la inflació nucli ha abandonat els nivells superiors al 5% i es va situar, al gener, en el 3,6%. A primera vista, aquesta xifra encara és elevada i apunta a una persistència de la inflació indesitjablement alta. No obstant això, el gràfic ens ajuda a identificar tres fases del procés inflacionista, i, mitjançant aquesta anàlisi, podem augurar unes bones perspectives per als següents mesos.

En una primera fase del cicle, entre mitjan 2021 i principis del 2022, van ser els béns els que van empènyer la inflació a l'alça, arran dels colls d'ampolla en les cadenes globals de distribució i de l'augment del preu de l'energia i d'altres primeres matèries. En l'actualitat, aquestes pressions inflacionistes no solament s'han esvaït, sinó que els preus dels béns estan exercint una pressió deflacionista. En una segona fase, durant els trimestres centrals del 2022, la inflació nord-americana va rebre una nova embranzida a través dels serveis, reflex, sobretot, del dinamisme al mercat laboral, de l'estalvi embassat durant els mesos anteriors i de canvis en els patrons de consum després de la reobertura (vegeu el segon gràfic). Des del començament del 2023, però, aquest element també ha deixat de ser una font de pressions inflacionistes preocupants, amb una contribució al *momentum* similar a la que tenia abans de la pandèmia.

1. La variació anualitzada de l'IPC desestacionalitzat mitjana de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.

EUA: momentum *de la inflació nucli i els seus contribuents*

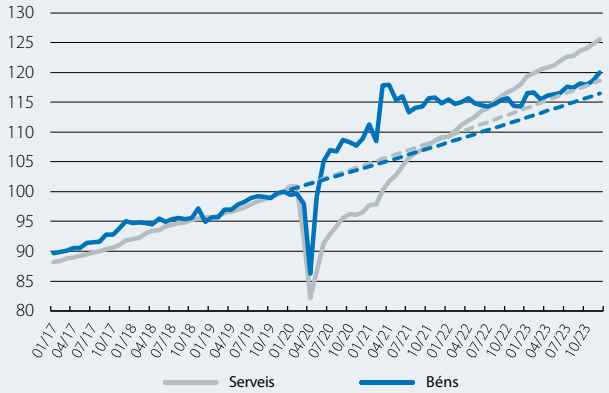
Variació intertrimestral desestacionalitzada anualitzada (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

EUA: consum de béns i de serveis

Índex (100 = desembre 2019)



Nota: *En línies discontínues, mostrem una projecció seguint la tendència observada entre el 2017 i el 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Personal Consumption Expenditures del Bureau of Economic Analysis.*

Així, des del final del 2022, ens trobem en una tercera fase, en la qual el *shelter* (o habitatge), que pesa el 35% de la cistella de consum i mesura els preus dels lloguers (reals i imputats), està sent el principal contribuent a l'elevada inflació. El seu *momentum* és, actualment, del 5,5%, i la seva inflació interanual, del 6,1%, uns nivells a l'alça que estan sorprenent el conjunt d'analistes. Així mateix, la seva contribució al *momentum* de la inflació nucli va ser, al final del 2023, de 2,5 p. p., mentre que la seva contribució mitjana entre el 2012 i el 2019 va ser d'1,3 p. p., de manera que, si es normalitzen aquests valors, observaríem un *momentum* de la inflació nucli en el 2,4%, molt més a la vora de l'objectiu de la Fed. Com ho hem explicat en un article anterior,[2] el preu dels lloguers mesurat mitjançant indicadors alternatius als del Bureau of Labor Statistics

2. Vegeu «La importància dels lloguers en la inflació dels EUA», a l'IM09/2023.

(com, per exemple, l'índex de preus de lloguers elaborat per Zillow) està reculant amb força, la qual cosa, tard o d'hora, s'hauria de traduir en taxes d'inflació del *shelter* més baixes. De fet, segons l'informe del Joint Center for Housing Studies de la Universitat de Harvard, la distensió al mercat del lloguer és notable i sembla que prosseguirà en els següents mesos. Destaquen que el preu dels nous lloguers va créixer en el 4T només el 0,2% interanual, lluny del +15,3% registrat al començament del 2022, i que, dels 150 mercats de lloguer que monitoren, només 8 van registrar, en aquest trimestre, increments interanuals superiors al 5% (146 mercats en el 1T 2022, amb 25 reportant increments superiors al 20%).[3] Tot això fa que siguem optimistes sobre l'evolució del *shelter*, i, tal com va dir el president de la Fed, Jerome Powell, al gener, no hi ha dubte que aquestes dinàmiques de distensió al mercat del lloguer s'acabaran traslladant a les mesures d'inflació oficials. La incertesa és, només, quan i quant.[4]

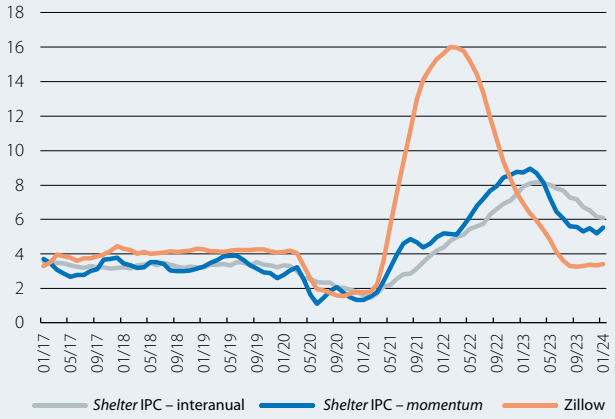
No obstant això, són diversos els riscos que envolten aquesta expectativa de moderació de la inflació. Primer, tot i que la contribució dels serveis, un cop exclòs el *shelter*, s'ha normalitzat en relació amb la tensió observada cap a la meitat del 2022 (el segon element que hem esmentat més a munt), les últimes xifres des del novembre no permeten que la Fed es mostri complaent. En concret, els serveis, un cop exclòs el *shelter*, han passat de fer una mitjana d'un *momentum* del 3% en el 3T 2023 a situar-se en el 5,4% al gener. I és que el preu dels serveis està més vinculat a l'evolució dels salaris que determinats béns, de manera que les expectatives que el mercat laboral es mantingui robust el 2024 fan que no es pugui donar per fet que el camí de la inflació fins al 2% serà lineal i sense obstacles. En segon lloc, hi ha una font de riscos important en la situació geopolítica, i, malgrat que les implicacions econòmiques dels conflictes actius estan sent, ara com ara, limitades (no així les implicacions humanitàries), tant els preus del transport de contenidors com els d'altres primeres matèries (per exemple, el petroli, el gas o altres materials industrials) es podrien tensionar arran d'una intensificació dels conflictes i, en un escenari de risc, podrien empènyer de nou la inflació a l'alça. I, en tercer lloc, la robustesa de la demanda domèstica nord-americana, no solament pel consum de les famílies, sinó també per uns dèficits fiscals actuals que sembla que continuaran sigui qui sigui el guanyador de les eleccions presidencials del 5 de novembre, aconsellarà prudència a l'hora de donar per finalitzada la lluita contra la inflació.

En qualsevol cas, malgrat que existeixen totes aquestes incerteses, el procés desinflacionista ha avançat amb força el 2023 i, en principi, hauria de prosseguir el 2024 si no es materialitzen els riscos comentats amb anterioritat. A més a més, cal recordar que l'objectiu d'inflació de la Fed no està referenciat a l'IPC, sinó que la Fed segueix el *Personal Consumption Expenditures* (PCE), i la seva inflació va ser del 2,4% interanual al gener (0,7 p. p. menys que la de l'IPC, en bona part pel menor pes del *shelter* en el PCE, inferior al 15%). A més a més, al desembre, el *momentum* del PCE ja era inferior al 2%, una mètrica que, habitualment, la Fed assenyala com un bon indicador de les pressions inflacionistes. Tot plegat obre la porta a començar a abaixar els tipus d'interès. La incertesa, de manera semblant al que hem esmentat sobre el *shelter*, no és tant si la Fed els abaixarà o no, sinó quan i quant.

Ricard Murillo Gili

EUA: preus del lloguer

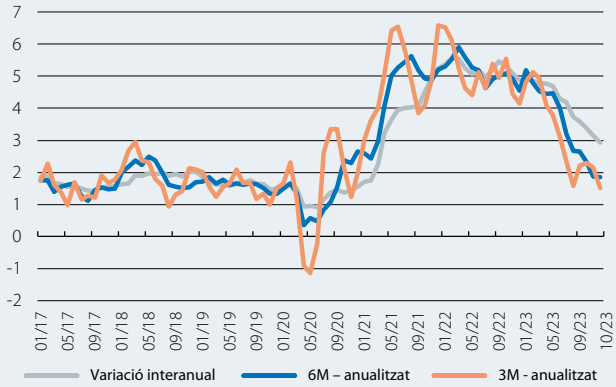
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i de Zillow.*

EUA: inflació del Personal Consumption Expenditures

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.*

3. Vegeu «America's rental housing 2024», Joint Center for Housing Studies.
4. *We think that's coming, and we know it's coming. It's just a question of when and, and how big it'll be.* Transcripció de la roda de premsa de la reunió del FOMC del 30 i 31 de gener del 2024.

Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

ESTATS UNITS

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Activitat									
PIB real	5,8	1,9	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	5,9	3,2	2,3	1,2	5,6	2,2	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	105,5	106,1	104,5	103,7	108,0	110,9	106,7
Producció industrial	4,4	3,4	1,3	1,0	0,9	0,5	1,2	0,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	48,3	47,8	47,2	47,1	47,1	49,1	47,8
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.375	1.378	1.385	1.388	1.562	1.331	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	307	303	302	302	303	321,7	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,1	60,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,6	–3,5	–3,2	–3,1	–2,8	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	6,7	6,3	5,8	5,3	3,4	3,1	...
Inflació nucli	3,6	6,2	5,7	5,6	5,6	5,5	3,9	3,9	...

JAPÓ

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Activitat									
PIB real	2,6	1,0	2,6	2,3	1,7	1,0	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,7	31,2	32,2	33,5	37,2	38,0	39,1
Producció industrial	5,8	0,0	–1,8	–1,8	–2,0	–0,7	0,6	–3,2	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	1,0	5,0	9,0	12,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–4,0	–4,0	–3,9	–3,9	–1,6	–1,3	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,6	2,1	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	3,0	3,2	3,5	3,8	3,7	3,5	...

XINA

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	...
Vendes al detall	12,4	–0,8	5,8	10,7	4,2	8,3	7,4	...	...
Producció industrial	9,3	3,4	3,2	4,5	4,2	6,0	6,8	...	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	51,5	49,0	49,7	49,3	49,0	49,2	49,1
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	899	948	946	901	...	868,8	...	...
Exportacions	30,0	7,1	0,1	–5,4	–10,8	...	–0,8	...	...
Importacions	30,0	0,7	–7,2	–7,0	–8,5	...	0,2	...	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,3	–0,8	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	7,2	7,1	7,2	7,2

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.*

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–2,6	–1,9	–1,8	–0,7	–0,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,8	2,3	0,3	–1,2	–4,7	–3,6	1,2	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–15,1	–16,1	–15,5
Sentiment econòmic	111,2	102,1	96,5	96,5	96,5	96,5	96,4	96,1	95,4
PMI manufactures	60,2	52,1	48,2	44,7	43,2	43,9	44,4	46,6	46,5
PMI serveis	54,4	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,8	48,4	50,0
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	...	1,6	1,4	1,3	1,2	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,4	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,0	2,9	3,0	3,0	...	3,1	3,1	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,1	7,4	7,4	...	7,6	7,5	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,9	7,7	7,6	...	7,2	7,2	...
PIB real *(variació interanual)*	6,1	3,5	1,3	0,6	0,0	0,1	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	3,3	1,9	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	0,9	1,2	0,6	0,7	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	8,6	4,2	2,3	0,6	0,5	0,6	–	–	–

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	2,6	8,4	8,0	6,2	5,0	2,7	2,9	2,8	2,6
Nucli	1,5	3,9	5,5	5,5	5,1	3,7	3,4	3,3	3,1

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Saldo corrent	3,1	–0,6	–0,4	0,3	2,0	4,5	4,5	...	...
Alemanya	7,7	4,4	4,6	5,3	8,6	14,0	14,0	...	...
França	0,4	–2,0	–1,9	–1,8	–1,9	–2,5	–2,5	...	...
Itàlia	2,4	–1,5	–1,4	–1,1	–0,1	0,3	0,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	93,4	94,6	95,9	95,1	94,8	95,1	94,8

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	5,7	3,9	1,0	0,1	0,5	0,2	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	3,2	2,1	1,0	0,5	0,4	0,3	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	3,8	4,5	5,0	5,2	5,2	5,1	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	3,7	4,3	4,7	4,9	4,9	4,8	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	–3,9	–8,1	–11,3	–10,7	–9,7	–9,9	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	17,6	22,5	23,2	21,0	20,9	19,8	...
Instruments negociables	11,6	3,7	19,4	22,0	20,4	19,9	19,5	22,5	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	3,2	...

Notes: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

L'economia espanyola, bon inici d'any

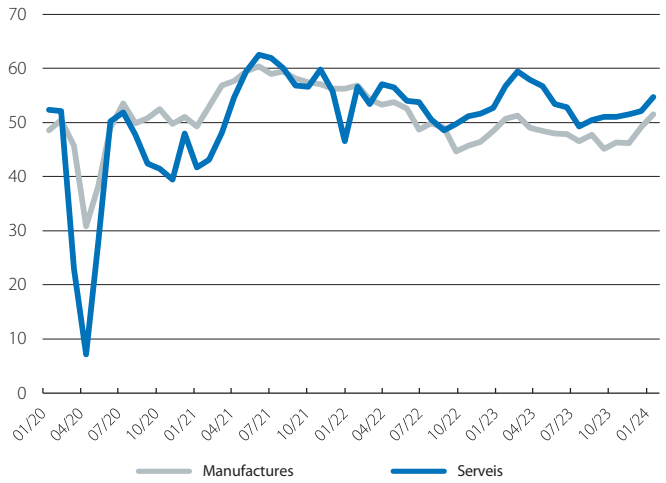
Els indicadors que s'han conegut en els primers mesos de l'any desprenen senyals positius que apuntarien a una millora del ritme de creixement econòmic en el 1T. Pel costat de l'activitat, assenyalen un dinamisme notable del sector serveis, amb una activitat turística puixant i amb una millora del feble to que venia mostrant la indústria, i això amb una creació d'ocupació que, fins i tot, s'accelera. Per la seva banda, l'activitat immobiliària es refreda més suaument del que es preveia i la inflació prolonga la senda de moderació.

L'activitat arrenca el 2024 amb bon peu. Els senyals són especialment positius al sector industrial, que venia travessant una acusada feblesa. Així, al febrer, l'índex PMI del sector manufacturer va augmentar 2,3 punts fins als 51,5, de manera que, per primera vegada en 11 mesos, se situa en terreny expansiu (per damunt dels 50 punts), gràcies a l'augment de la producció i de les noves comandes, en resposta a una millora de la demanda, fonamentalment del mercat intern. També s'obté una lectura positiva de la marxa de l'ocupació al sector industrial, amb un creixement dels afiliats al sector de l'1,9% interanual al febrer. Per la seva banda, l'índex PMI per al sector serveis es consolida en zona expansiva en situar-se en 54,7 punts (52,1 anterior), el millor registre des del maig del 2023. Pel costat del consum, milloren les perspectives de les llars, i l'indicador de confiança del consumidor que elabora la Comissió Europea es va situar al febrer en –17,4 punts (–18,8 el mes anterior), el millor registre en sis mesos.

La creació d'ocupació guanya tracció en els primers compassos de l'exercici. L'afiliació mitjana va augmentar al febrer en 103.621 persones, la millor dada en un mes de febrer des del 2007, que supera la de l'any passat (88.918) i l'habitual en un mes de febrer (70.615 de mitjana en els mesos de febrer del període 2014-2019). Un cop corregida l'estacionalitat, l'ocupació anota una pujada mensual de 73.492 afiliats, el major augment des de l'abril del 2023, de manera que el creixement mitjà mensual des de l'inici del 1T puja a 55.924 treballadors, xifra significativament superior a la de la mitjana del 4T 2023 (31.248). El ritme de creixement intertrimestral de l'ocupació efectiva (afiliats desestacionalitzats que no estan en ERTO) s'intensifica fins al 0,5% (el 0,4% en els dos trimestres anteriors). A més a més, destaca la millora de la contractació indefinida, de manera que la taxa de temporalitat continua caient fins al 12,7%, 2 dècimes menys que en el mes anterior. Pel que fa a l'atur registrat, es va reduir en 7.452 persones, un descens que contrasta amb l'augment del febrer de l'any passat (+2.618) i que supera la mitjana en els mesos de febrer del període 2014-2019 (–4.267).

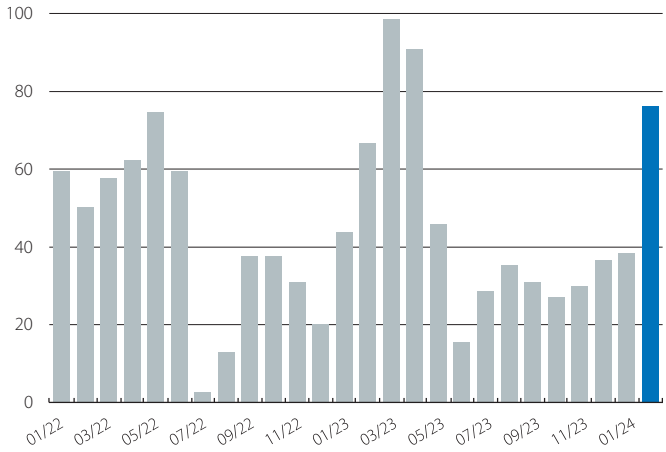
La inflació reprèn la senda descendent al febrer. Després de la pujada puntual del mes anterior, la inflació general es va

Espanya: índexs PMI
Nivell



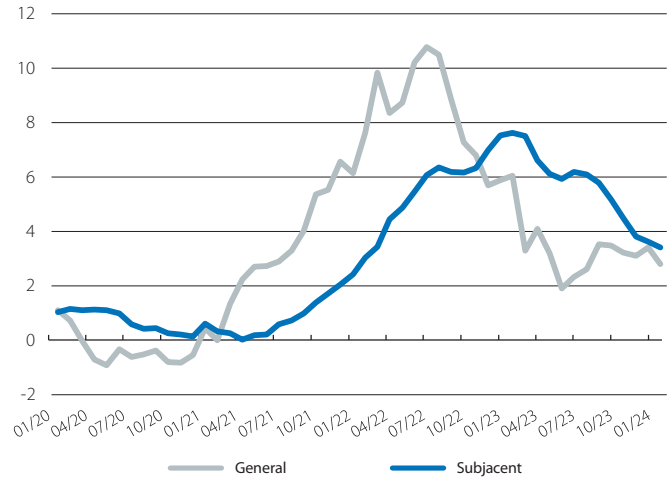
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'IHS Markit.*

Espanya: afiliats a la Seguretat Social *
Variació intermensual (milers de persones)



Nota: ** Sèrie corregida d'estacionalitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.*

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

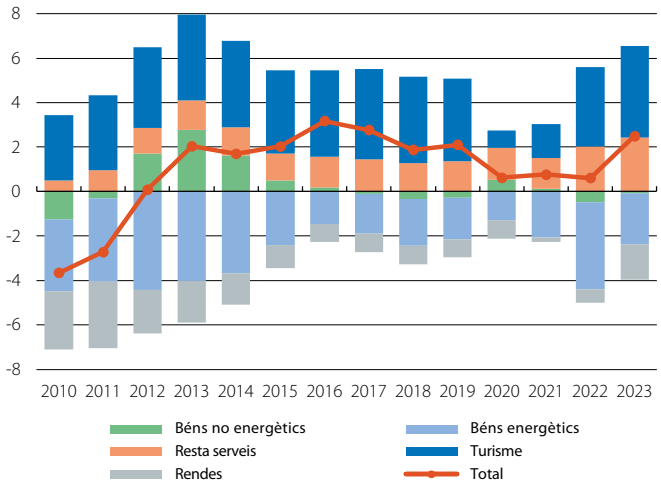
reduir al febrer, segons l'indicador avançat publicat per l'INE, i es va situar en el 2,8%, 6 dècimes menys que al gener i la taxa més baixa des de l'agost del 2023. Sense disposar del desglossament per components, l'INE apunta que aquest resultat ve marcat, principalment, per la baixada de la inflació dels components no subjacents: l'estabilitat dels preus dels aliments, en relació amb la pujada d'un any enrere, i la baixada dels preus de l'electricitat, contrarestada, en part, per la pujada del preu dels carburants. La inflació subjacent (que exclou els productes energètics i els aliments no elaborats) també va continuar reculant, tot i que va fer-ho amb menys intensitat que la inflació general, i va baixar 2 dècimes, fins al 3,4%. Cal recular fins al març del 2022 per trobar una taxa inferior.

Fort augment del superàvit per compte corrent el 2023, que acumula ja 12 anys amb saldos positius. La balança per compte corrent va tancar el 2023 amb un superàvit del 2,5% del PIB, 1,9 punts més que l'any anterior i el millor registre des del 2017. Llevat de la de rendes, afectada per la pujada dels tipus d'interès, totes les subbalances van contribuir a la millora del saldo exterior. D'una banda, el dèficit comercial de béns es va reduir amb intensitat, fins al 2,4% del PIB (el –4,4% el 2022), gràcies a la correcció del dèficit energètic (el –2,3% *vs.* el –3,9%), en un context de forta caiguda dels preus, i, en menor mesura, del dèficit de béns no energètics (el –0,1% *vs.* el –0,5% el 2022), atesa la caiguda de les importacions. Al seu torn, la balança de serveis va anotar superàvits històrics, tant els no turístics (el 2,4% del PIB *vs.* el 2% anterior) com els turístics (el 4,1% *vs.* el 3,6% el 2022).

En el cas del turisme, després del rècord del 2023, amb gairebé 85,2 milions de turistes internacionals, que van gastar més de 108.000 milions d'euros, les dades més recents confirmen que l'activitat turística es manté puixant, fins i tot en temporada baixa: al gener, el nombre de turistes estrangers que van arribar al nostre país va assolir els 4,77 milions, la qual cosa representa un creixement del 15,3% interanual i del 13,6% en relació amb el gener del 2019. Al seu torn, l'indicador de consum de CaixaBank llança una pujada de l'activitat de les targetes d'estrangers del 22,6% interanual en els dos primers mesos de l'any, en relació amb el 18,5% anotat en el 4T 2023.

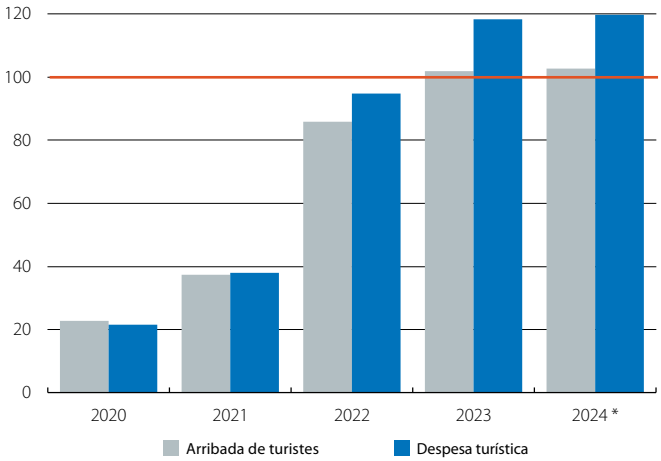
La demanda d'habitatge es va comportar millor del que s'esperava el 2023. L'any passat es van tancar 587.000 transaccions, la segona millor dada des del 2007, tot i que el 9,7% per sota de l'extraordinari registre del 2022 (650.265 operacions). De fet, el refredament de la demanda ha estat inferior a l'esperat al començament de l'any, gràcies a la resistència de les transaccions d'habitatge nou (el –4,8% anual, en relació amb el –10,8% de l'habitatge de segona mà) i de les compres per part d'estrangers, que representen ja el 15% de les compravendes, en relació amb el 13% en el període prepandèmia 2015-2019. Arran d'aquest comportament de la demanda, el ritme de creixement del preu de l'habitatge s'ha tornat a intensificar: la taxa interanual del valor taxat de l'habitatge es va accelerar en el 4T 2023 fins al 5,3% des del 4,2% anterior.

Espanya: balança per compte corrent
(% del PIB)



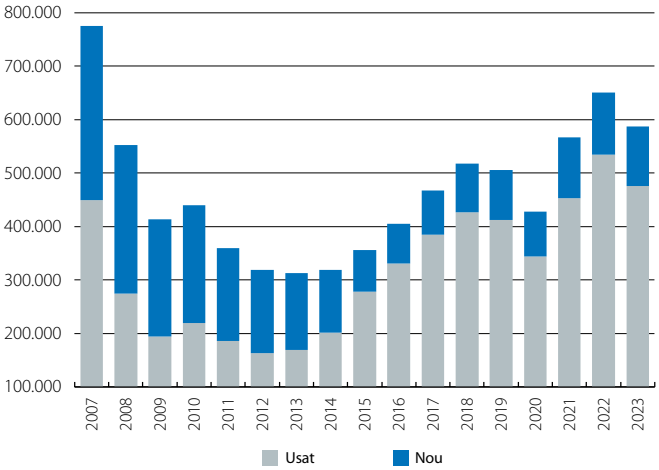
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Espanya: indicadors de turisme estranger
Índex (100 = 2019)



Nota: ** Dada acumulada de 12 mesos fins al gener.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: compravenda d'habitatge
Unitats



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: de la desacceleració a l'expansió

El mercat immobiliari espanyol es va desaccelerar el 2023, però va fer-ho de forma més suau del que s'havia anticipat. Malgrat el fort augment dels tipus d'interès, diversos factors han fet costat al sector, entre els quals podem esmentar un mercat laboral resilient, uns fluxos d'immigració significatius, el desajustament entre una oferta escassa d'habitatge nou i una demanda elevada, i una situació financera de les llars menys tensionada del que s'esperava.

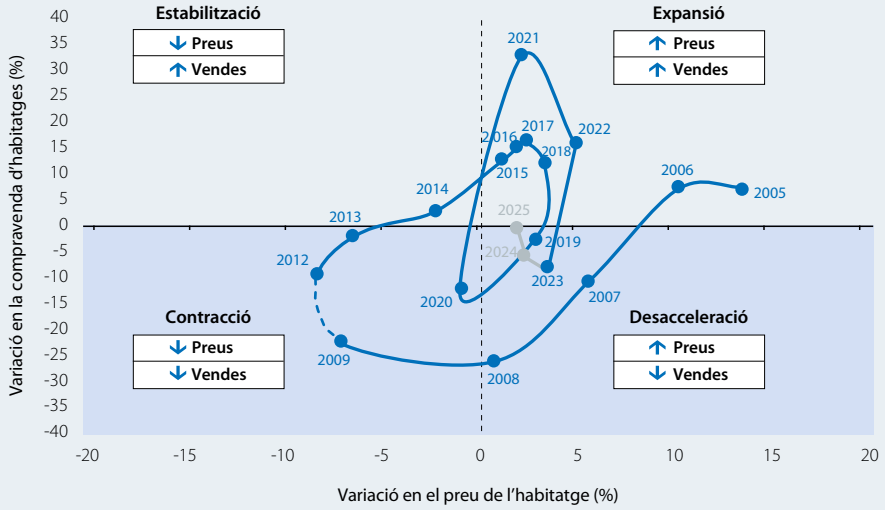
El 2024, el principal factor que farà costat al sector immobiliari és el descens dels tipus d'interès. De fet, l'euríbor a 12 mesos ha començat l'any al voltant del 3,6%, un registre significativament inferior al màxim d'aquest cicle, assolit a l'octubre del 2023 (el 4,16%), i els mercats financers descompten que pot acabar l'any al voltant del 2,50%-2,75%. En tot cas, és important tenir en compte que s'espera que els tipus d'interès es mantinguin en nivells sensiblement superiors als vigents el 2021, abans del cicle d'enduriment monetari. D'altra banda, els factors econòmics que han fet costat al sector immobiliari el 2023 continuaran presents el 2024, malgrat que perdran una mica d'intensitat. Així, el creixement de l'economia espanyola continuarà sent molt significatiu, pròxim al 2%, tot i que es desaccelerarà en relació amb el 2,5% registrat el 2023.

Tenint en compte tots aquests factors, preveiem que la senda de suau desacceleració del sector immobiliari continuarà en el primer semestre de l'any, a conseqüència d'uns tipus d'interès encara elevats i d'un context econòmic encara relativament feble. No obstant això, en el segon semestre del 2024, a mesura que es consolidi la via descendent dels tipus d'interès i l'activitat econòmica guanyi tracció, esperem que el mercat immobiliari recuperi el vigor i dibuixi una trajectòria ascendent. Així, el 2024 serà un any de transició, en què el rellotge immobiliari de CaixaBank Research es mantindrà en zona de desacceleració, per donar pas a un 2025 en què preveiem que el mercat de l'habitatge tornarà a la zona expansiva.[1]

En concret, preveiem un increment del preu de l'habitatge del 2,7% i del 2,5% el 2024 i el 2025, respectivament, i un nombre de compravendes al voltant de les 550.000 unitats per any. Unes previsions que hem millorat recentment arran de la resiliència del mercat immobiliari el 2023, de la millora de les perspectives econòmiques per al 2024 i de l'avançament de la primera baixada de tipus d'interès per part del BCE a abans de l'estiu.[2]

Judit Montoriol Garriga

Rellotge immobiliari de CaixaBank Research per a Espanya



Nota: *S'exclou el període 2010-2011, a causa de l'efecte provocat pels incentius fiscals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del MITMA i de previsions de CaixaBank Research.*

1. Per a una descripció del moviment del rellotge immobiliari en els últims anys, vegeu el Focus «El rellotge immobiliari de CaixaBank Research: desacceleració a la vista», a l'IM09/2022.
2. Per a més detalls sobre l'evolució recent i les perspectives del sector immobiliari espanyol, vegeu l'*Informe Sectorial Immobiliari* 1S/2024.

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

Un cop finalitzat el tercer any de desemborsaments de fons europeus NGEU, toca fer balanç. Espanya va incloure als Pressupostos del 2023 (PGE) 35.940 milions d'euros del Mecanisme de Recuperació i Resiliència, el principal instrument de l'NGEU, una xifra que inclou fons de pressupostos anteriors que no van ser assignats en el seu moment. S'han acomplert les expectatives? S'estan implementant les inversions i les reformes segons el que s'havia previst?

Com van els desemborsaments dels fons rebuts de la Comissió Europea?

El total de subvencions per a Espanya en la primera fase del Pla de Recuperació puja a 69.500 milions, que s'aniran desemborsant fins al 2026, condicionades al compliment de fites relacionades amb la materialització de les inversions i de les reformes. D'aquesta quantitat, Espanya ha rebut de la Comissió Europea, fins al moment, 37.000 milions. En total, els fons NGEU del Mecanisme de Recuperació i Resiliència dels quals podrà disposar Espanya són 163.000 milions, perquè, a aquests 69.500 milions, se sumaran, a través de l'Addenda, 10.300 milions addicionals en subvencions i fins a 83.200 milions en préstecs.

Atesos els fons sol·licitats a la Comissió Europea pels Estats membres, a mesura que compleixen amb les fites associades al NGEU, a la Comissió Europea (la major part dels quals ja han estan desemborsats) en relació amb el total de fons NGEU del Mecanisme de Recuperació i Resiliència[1] assignats a cada país, inclòs l'import dels préstecs, Espanya[2] ha sol·licitat fins ara un percentatge (el 30%) inferior al d'economies com França (el 76%) o Itàlia (el 58%). Dos factors que poden explicar-ho són que Espanya, a diferència d'Itàlia, encara no ha sol·licitat cap tram de préstecs[3] i que l'últim desemborsament de la Comissió a Espanya data del febrer del 2023 (en l'actualitat, estan examinant la sol·licitud d'Espanya per accedir al quart pagament, de 10.000 milions). Així i tot, si es comparen les quantitats, Espanya és el segon país que ha rebut més fons fins a la data.

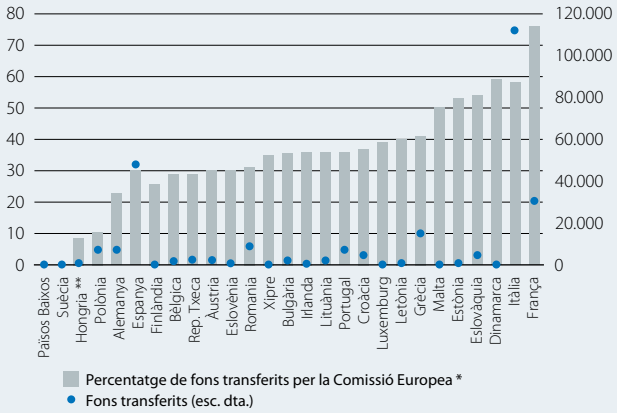
Com va el nivell d'execució dels projectes?

Si ens centrem en l'àmbit domèstic, el 2023, es van activar molts projectes pressupostats (vegeu el segon gràfic), per un total proper als 28.450 milions d'euros (gairebé el 80% del que s'havia pressupostat el 2023), segons les dades d'execució pressupostària. Aquesta xifra inclou les convocatòries d'ajudes i de licitacions competitives obertes, així com les partides en què s'ha iniciat la distribució de fons cap a les Administracions autonòmiques, locals i institucions públiques que executen els programes d'inversió.

No obstant això, a l'hora de valorar l'execució dels fons, aquesta estimació és massa àmplia, ja que inclou projec-

Fons NGEU 2021-2023

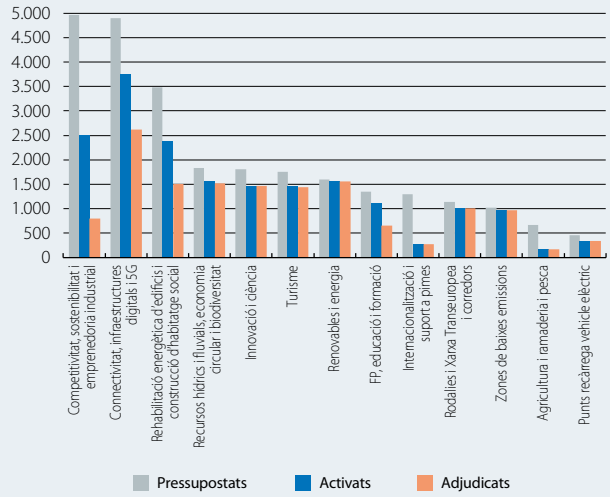
(%) *(Milions d'euros)*



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

(Milions d'euros)



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.*

1. Vegeu l'informe de l'avaluació de la Comissió Europea del febrer del 2024.
2. En el cas d'Espanya, són 163.000 milions sumant als 79.800 milions en transferències (69.500 de la fase inicial i més de 10.000 milions addicionals de l'Addenda) els 83.200 milions de préstecs que Espanya pot sol·licitar.
3. França ha declarat que no sol·licitarà préstecs, de manera que això implica un denominador més petit i un major percentatge de desemborsaments sobre el total.

tes per als quals els fons estan (o estaran imminentment) a disposició del sector públic, però per als quals encara no s'han concretat els beneficiaris de les ajudes associades.

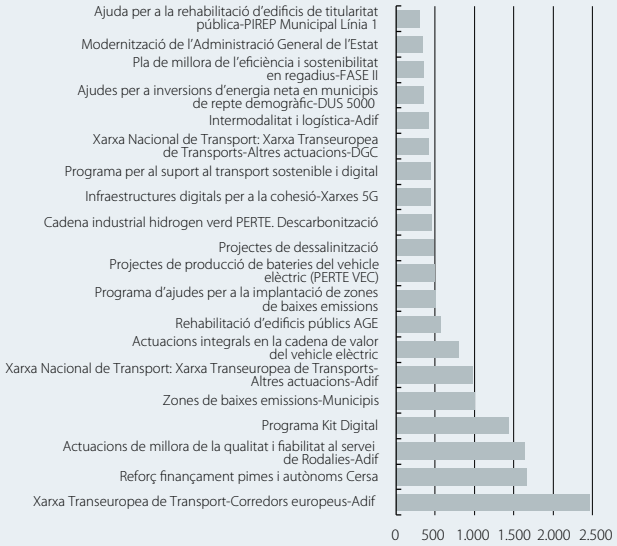
Si, en lloc dels fons activats, ens cenyim als fons adjudicats, tindrem una idea una mica més precisa sobre el ritme al qual les inversions van arribant a l'economia real. Amb aquest criteri, s'obté que, pel que fa al pressupost del 2023, l'Administració General de l'Estat va adjudicar fons per valor de 23.500 milions d'euros i que, entre el 2021 i el 2023, s'han adjudicat un total de 66.000 milions, la qual cosa representa el 95% dels 69.500 milions de la primera fase del Pla. Malgrat que, dins els 66.000 milions, hi ha al voltant de 20.000 milions d'euros de convocatòries de subvencions i de licitacions resoltes en favor d'empreses privades i d'autònoms,[4] cal tenir en compte que una part substancial (més de 30.000 milions) no van ser fons adjudicats a destinataris finals, sinó que es van dirigir a les comunitats autònomes (CA),[5] a les corporacions locals i als ens i empreses públiques, perquè, al seu torn, llancessin la corresponent licitació o convocatòria definitiva per al destinatari final.

Per aquest motiu, baixant una capa més i fixant-nos en la quantitat de fons que han arribat al teixit productiu, la xifra serà menor als fons adjudicats, ja que hi ha ens que encara no han designat beneficiaris i hi ha beneficiaris que han de presentar documentació abans que s'executi el pagament. Si ens centrem en els desemborsaments de l'Estat als destinataris finals (és a dir, pagaments al sector privat i pagaments d'ajudes directes a altres entitats públiques, un cop excloses les transferències a altres entitats públiques en les quals aquestes entitats han de publicar una convocatòria amb posterioritat per adjudicar els fons) en relació amb el que es va pressupostar el 2023, s'obté que l'Estat va desemborsar 8.800 milions fins al novembre.[6] Malgrat que aquesta quantitat sembla baixa, si tenim en compte que les despeses solen tenir una embranzida final important al final de l'any, que també es van realitzar pagaments de fons adjudicats, però no pagats en exercicis anteriors, i que les CA també van canalitzar fons al teixit productiu per gairebé 2.000 milions el 2023, estimem que l'execució total[7] el 2023 va ser d'una mica més de 16.000 milions d'euros, en relació amb els 24.000 milions en el conjunt del 2021-2022. D'aquesta manera, el nivell d'execució en aquesta primera fase del Pla ha estat de més de 40.000 milions, el 59% sobre els 69.500 milions disponibles (aquesta xifra era del 34,5% al final del 2022).

4. Vegeu el *Quart Informe del Pla de Recuperació* publicat pel Ministeri d'Economia al desembre del 2023.
5. En particular, dels 26.500 milions adjudicats a les CA, les comunitats a les quals s'han assignat més fons són Andalusia (4.077 M€), Catalunya (3.963 M€), la Comunitat de Madrid (2.875 M€) i la Comunitat Valenciana (2.471 M€).
6. Dades fins al novembre del 2023.
7. Per execució, fem referència a fons per al destinatari final que han estat adjudicats i justificats.

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

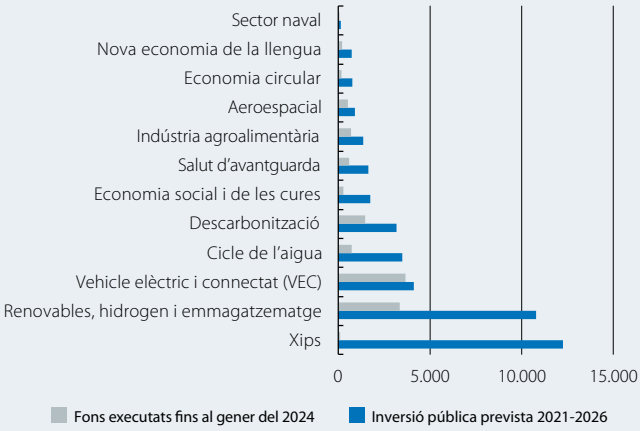
(Milions d'euros)



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

PERTE

(Milions d'euros)



Font: *CaixaBank Research.*

Així, s'aprecia que l'execució va agafant de forma gradual més velocitat després d'un enlairament inicial una mica vacil·lant.

Al tercer gràfic, podem distingir 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 de 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).

Avanços en les inversions en PERTE

Pel que fa als PERTE, el 2023 va ser un any d'avanços d'aquests projectes tractors amb un elevat potencial transformador. Les convocatòries resoltes des de l'arrencada dels PERTE el 2022[8] acumulen gairebé 12.000 milions d'euros (dels quals 7.000 milions corresponen al 2023), sobre un total a mobilitzar, inclosos els fons corresponents de l'Addenda, d'una mica més de 41.000 milions.

S'observa una heterogeneïtat elevada tant en termes de dotació pressupostària com d'execució entre els diferents PERTE. Així, entre els més ben dotats, destaquen en positiu el PERTE del vehicle elèctric connectat (3.670 milions executats) i el d'energies renovables (3.350 milions), i, en canvi, el del xip i el del cicle de l'aigua encara estan en els estadis inicials.

De cara a l'execució el 2024, hi ha molts projectes posats en marxa que haurien de cristal·litzar i arribar al teixit productiu. En els nous pressupostos s'haurien de començar a incloure els nous recursos procedents de l'Addenda del Pla de Recuperació que s'aniran desplegant el 2024-2026 (fins als 83.200 milions en préstecs i 10.300 milions en transferències addicionals), que, en bona part, serviran per donar un impuls important als PERTE. No en va, dels 93.500 milions de l'Addenda, gairebé 27.000 milions serviran per reforçar aquests projectes.

Les reformes continuen el seu desplegament, però falta la important reforma tributària

Pel que fa a les reformes requerides per rebre els desemborsaments, el 2023, es va complir en la seva gran majoria el calendari de reformes pactat per Brussel·les. En concret, es van aprovar la segona part de la reforma de les pensions,[9] la Llei d'Habitatge, la Llei d'Ocupació i la Llei d'Universitats. Les tres primeres estaven calendaritzades per al 2S 2022, però es van aprovar en la primera meitat del 2023 i ara estan sent examinades per la Comissió de cara a aprovar el desemborsament de 10.000 milions d'euros sol·licitat per Espanya corresponent al quart pagament de l'NGEU. L'única cosa que queda pendent és la reforma del subsidi d'atur, que va ser rebutjat pel Congrés al gener. De cara al 2024, s'esperen dos desemborsaments addicionals: un de 7.200 milions (6.400 en transferències i 800 en préstecs), corresponents a les fites calendaritzades per al 1S 2023, que inclouen l'entrada en vigor d'una reforma tributària encara pendent, i un altre de 18.400 milions (3.600 en transferències i 14.800 en préstecs), corresponent a les fites de la segona meitat del 2023. Amb l'agenda de reformes avançada, guanyaran pes les fites quantitatives relacionades amb l'execució de les inversions, tot i que algunes, com el nombre d'habitatges a rehabilitar o el nombre de punts de recàrrega a instal·lar, s'examinaran més tard del que es preveia inicialment (en el 4T 2024 i el 2025, respectivament; primer era un any abans).

Si s'executa el 2024 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, enguany, la contribució de l'NGEU al creixement del PIB no seria menyspreable i podria arribar a 0,4 p. p. En definitiva, aquests fons continuaran sent un dels puntals del creixement. Més enllà del curt termini, cal anar per feina, perquè la Comissió ha reiterat que la data límit per al compliment de totes les fites serà el 31 d'agost del 2026, de manera que serà essencial dur a terme una bona canalització dels préstecs de l'Addenda i de la selecció dels projectes associats per aprofitar al màxim aquests fons i perquè puguin tenir un impacte estructural que contribueixi a un creixement durador i sostenible de la nostra economia.

Javier Garcia-Arenas

8. Aquests imports del PERTE els hem inclòs en les xifres totals de fons adjudicats comentades més amunt, no són una part separada de l'anterior.
9. Per a una anàlisi detallada, vegeu l'article «Reformar el sistema de pensions: a la recerca de la sostenibilitat», al Dossier de l'IM06/2023.

La balança per compte corrent espanyola en perspectiva europea

El 2023 va ser un any excepcional per al sector exterior espanyol. Amb un superàvit per compte corrent del 2,5% del PIB, el bon funcionament del sector exterior espanyol és particularment remarcable quan es compara amb les altres grans economies europees. Així, l'economia espanyola acumula ja 12 anys registrant superàvits per compte corrent, només superats per Alemanya entre les grans economies europees.

Del 2019 al 2022, les balances per compte corrent dels grans països europeus van patir un significatiu empitjorament, a causa de l'esclat de la pandèmia i del xoc energètic. No obstant això, ni l'impacte d'aquests xocs ni la recuperació posterior han estat homogenis per països. Així, durant el 2022, any molt afectat per l'encariment de les importacions energètiques, el saldo per compte corrent espanyol va registrar la menor caiguda, i l'economia espanyola, juntament amb l'alemanya, va ser l'única de les grans economies europees que va aconseguir evitar un saldo deficitari amb l'exterior en el conjunt de l'any. L'empitjorament del saldo el 2022 en relació amb el del 2019 va ascendir a 4,7 p. p. del PIB a Itàlia, a 3,8 p. p. a Alemanya i a 2,6 p. p. a França, mentre que, a Espanya, va ser de només d'1,5 p. p.

Després d'un 2022 marcat per l'encariment de les importacions energètiques, la recuperació del sector exterior ha estat intensa el 2023, i les quatre economies més grans de la zona de l'euro han millorat el saldo per compte corrent, tot i que només Espanya ha aconseguit millorar el registre del 2019.

Unes dinàmiques diferents: serveis com a eix principal

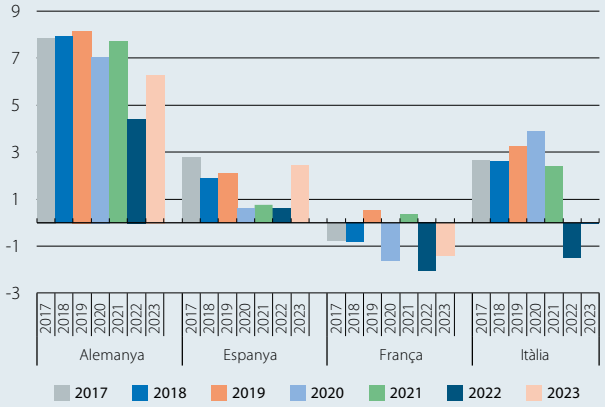
Al segon gràfic, es pot apreciar, per a cadascuna de les quatre grans economies de la zona de l'euro, el paper que ha tingut cada subbalança en el canvi del saldo per compte corrent des del 2019.

En el cas d'Espanya, destaca el fort 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), la qual cosa ha permès compensar el deteriorament del dèficit comercial de béns i de la balança de rendes. Aquest comportament contrasta amb el de la resta de països europeus, en les balances dels quals els serveis registren dèficits o superàvits relativament petits.

En el cas d'Alemanya, el menor superàvit per compte corrent s'ha degut a una reducció tant de la balança de béns com de serveis, minorada per una lleugera millora en la balança de rendes. Per la seva banda, l'economia francesa ha passat d'una situació de lleuger superàvit el 2019 (el 0,5% del PIB) a un dèficit de l'1,4% del PIB el 2023, a causa, principalment, de l'augment del dèficit comercial de béns, fins al –3,6% del PIB. Finalment, Itàlia és l'economia més allunyada del superàvit registrat el 2019 i ha passat d'un superàvit significatiu (el 3,3% del PIB) a un lleuger dèficit del 0,04% del PIB el 2023, a causa, majoritàriament, d'una caiguda molt considerable del seu superàvit en béns (l'1,3% del PIB el 2023 *vs.* el 3,4% del PIB el 2019), tot i que també ha empitjorat el seu saldo en serveis i en rendes.

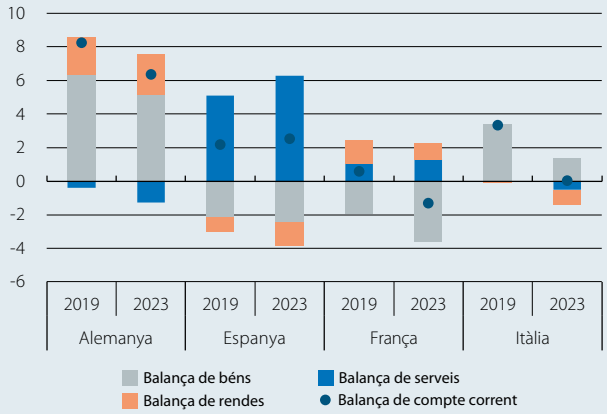
Dins la balança de serveis espanyola, tant els serveis turístics com els no turístics han funcionat molt bé. Tot i que el turisme és el major contribuent al superàvit, ja que ha aportat un superàvit del 3,9% del PIB fins al 3T 2023 (el 3,7% el 2019), les telecomunicacions, el transport i altres serveis, inclosos els serveis comercials, també hi han contribuït de forma positiva. De fet, el 65% de la millora de la balança de serveis en relació amb el 2019 es produeix gràcies a la millora dels serveis no turístics, que milloren el superàvit mostrat abans de la pandèmia en 1 p. p., en relació amb la millora de 0,23 p. p. dels serveis turístics.

Saldo per compte corrent
(% del PIB)



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

Saldo per compte corrent per components
(% del PIB)

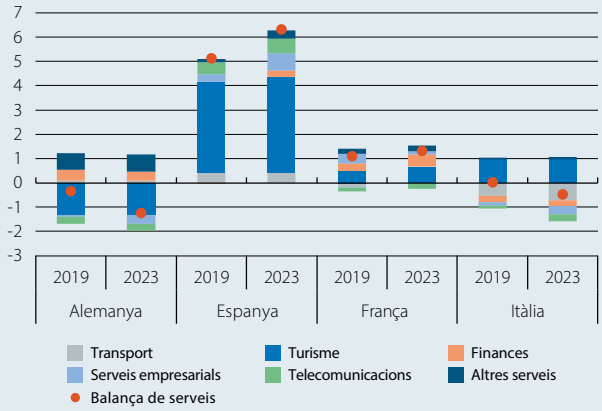


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

El funcionament del turisme espanyol és especialment destacable si el comparem amb el comportament de França i d'Itàlia, economies en què els ingressos per turisme també tenen un paper rellevant. Al costat del turisme, totes les altres branques d'activitat del sector serveis espanyol van obtenir un superàvit superior al de qualsevol altra economia europea, llevat del sector financer a França i d'altres serveis a Alemanya. Això certifica l'excepcionalitat dels serveis espanyols en el context de la zona de l'euro i la seva capacitat per actuar de motor en el comerç exterior.

Erik Solé Vives

Composició del saldo de la balança de serveis
(% del PIB)



Nota: *2023 són dades fins al 3T 2023 acumulades en quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,8	–0,7	1,3	–1,8	–1,9	–0,2	–0,2	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,9	–6,5	–4,5	–5,4	–8,2	–8,1	–6,4	–5,1	–4,5
PMI de manufactures *(valor)*	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	46,2	49,2	51,5
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	15,4	1,1	–1,8	1,7	4,3	0,2	–0,9	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	29,0	0,5	10,2	3,5	–3,0	–8,8	–9,7	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	3,9	3,5	3,6	4,5	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	129,8	18,7	90,7	40,6	21,8	18,7	18,7	16,9	...
PMI de serveis *(valor)*	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	51,5	52,1	54,7
Consum									
Vendes comerç al detall	0,9	6,0	6,7	6,1	6,9	4,4	3,1	...	...
Matriculacions d'automòbils	–3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	10,6	7,3	9,9
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–26,5	–19,2	–22,5	–19,0	–16,1	–19,2	–18,5	–18,8	–17,4
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,9	–	2,5	2,8	2,7	2,6	2,7	2,6	2,7
PIB	**5,8**	**2,5**	**4,1**	**2,0**	**1,9**	**2,0**	–	–	–

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,1	3,4	2,8
Subjacent	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,8	3,6	...

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,9	–1,4	20,5	12,3	4,5	–1,4	–1,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	33,4	–7,2	24,0	10,7	–1,2	–7,2	–7,2	...	...
Saldo corrent	**8,2**	**36,6**	**22,1**	**28,2**	**35,2**	**36,6**	**36,6**	**...**	**...**
Béns i serveis	16,3	60,1	31,6	42,8	54,6	60,1	60,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	–8,1	–23,5	–9,5	–14,6	–19,4	–23,5	–23,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**20,7**	**51,4**	**36,3**	**42,1**	**49,4**	**51,4**	**51,4**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	1,7	0,4	–0,3	0,4	0,8	...	...
A la vista i estalvi	7,9	–4,5	0,3	–4,0	–6,9	–7,6	–7,4	–7,6	...
A termini i preavís	–19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	100,8	106,2	...
Dipòsits d'AP	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	0,5	–0,4	...
TOTAL	**5,2**	**1,1**	**2,1**	**0,8**	**0,5**	**1,0**	**0,8**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	–2,5	–0,9	–2,2	–3,4	–3,7	–3,4	–3,1	...
Empreses no financeres	0,9	–3,4	–1,0	–2,7	–4,6	–5,2	–4,7	–4,3	...
Llars - habitatges	1,0	–2,6	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,2	–3,0	...
Llars - altres finalitats	–0,6	–0,2	–0,1	–0,4	0,0	–0,5	–0,5	–0,4	...
Administracions públiques	0,2	–3,4	–0,2	–3,3	–4,6	–5,5	–3,5	–2,0	...
TOTAL	**0,7**	**–2,6**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,8**	**–3,4**	**–3,1**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**3,5**	**...**	**...**

Notes: *1. Estimació de l'EPA. 2. Dades mitjanes mensuals. 3. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 4. Dada fi del període.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, el Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística, el Servei Públic d'Ocupació Estatal, Markit, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.*

Persisteix la resiliència de l'economia portuguesa

Es confirma un creixement del PIB del 2,3% el 2023. La demanda interna va contribuir amb 1,4 p. p. al creixement del PIB, amb el suport, principalment, de l'avanç del consum privat, que va augmentar l'1,6%, impulsat per la recuperació de la despesa en béns duradors. També va destacar l'avanç significatiu de la inversió, que va créixer el 2,4%, en especial en material de transport. Per la seva banda, la demanda externa va aportar 0,9 p. p. al creixement, gràcies al dinamisme de les exportacions, que van créixer el 4,2% (2 punts més que les importacions), en especial les de serveis, el +10,6%, gràcies a l'embranzida del turisme.

El resultat del 2023 i l'expectativa d'un 2024 que evolucioni de menys a més, atès l'esperat gir de la política monetària del BCE, ens porta a retallar 2 dècimes, fins a l'1,6%, la nostra previsió de creixement del PIB per al 2024. Els primers indicadors coneguts del 2024 apunten a un creixement més moderat en el 1T: l'indicador diari d'activitat creix a un ritme mitjà del 5,1% al gener-febrer (el 5,5% en el 4T 2023).

La inflació va reprendre la tendència a la baixa al febrer. Després del repunt de la inflació al gener, fins al 2,3%, al febrer va reprendre de nou la senda descendent: la inflació general va baixar fins al 2,1%, i la subjacent, fins al 2,2%. En termes mensuals, l'augment dels preus va ser molt modest (menys d'1 dècima), la qual cosa reforça la nostra idea que la caiguda de la inflació es produirà de manera gradual al llarg de l'any.

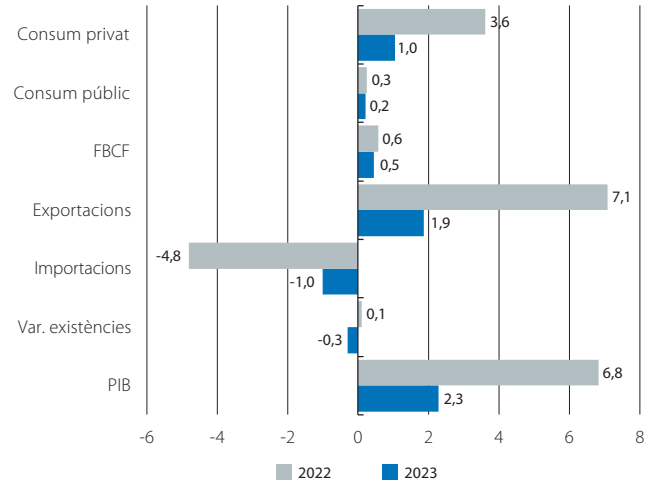
Bon ritme de la creació d'ocupació. El 2023, l'ocupació va tornar a créixer, per tercer any, a un ritme proper al 2%, i amb el volum d'ocupats més alt des del 2008. Més de la meitat de l'ocupació creada es va concentrar a la construcció i a l'hoteleria. No obstant això, la taxa d'atur va augmentar lleugerament, del 6,2% al 6,5%, i va reflectir la pèrdua de força del mercat laboral per absorbir el notable creixement de la població activa (el 2023, va augmentar el 2,4%, gairebé 125.000 persones). Al llarg del 2024, l'ocupació continuarà creixent, però a un ritme una mica més modest. La desacceleració de l'activitat, la incertesa que encara preval i els costos encara elevats frenaran el ritme de contractació per part de les empreses.

El turisme arrenca el 2024 amb 1,5 milions de visitants i 3,5 milions de pernoctacions al gener, xifres que representen, en termes interanuals, un augment de l'1,8% i un descens del 0,1%, respectivament. No obstant això, aquesta última dada s'explica per l'afebliment del turisme resident: en relació amb el gener del 2023, els turistes residents van caure l'1%, i les pernoctacions de residents, el 2,6%, amb una caiguda molt significativa de les pernoctacions a la Gran Lisboa (el –11%) i a Madeira (el –17%). De cara al 2024, esperem un nou creixement del sector, però més contingut.

La balança per compte corrent va tancar el 2023 amb un superàvit de l'1,4% del PIB, el primer saldo positiu en quatre anys (dèficit de l'1,1% el 2022). Els principals responsables d'aquesta millora van ser la balança energètica, el dèficit de la qual es va reduir 2,1 p. p., fins al 2,7%, i els superàvits de serveis, tant al turisme (el +7,1%, +7 dècimes) com a la resta de serveis (el +3,5%, +9 dècimes). Només la balança de béns no energètics va empitjorar, amb un dèficit del 6,7% del PIB (el –6,1% el 2022).

Portugal: PIB i components de la demanda

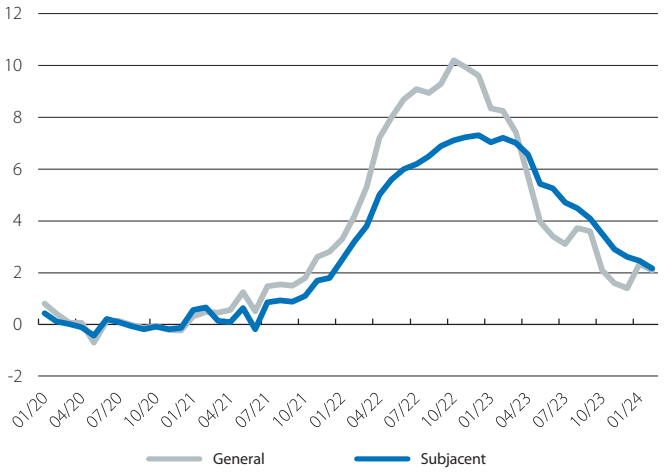
Variació anual del PIB (%) i contribució per components (p. p.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC

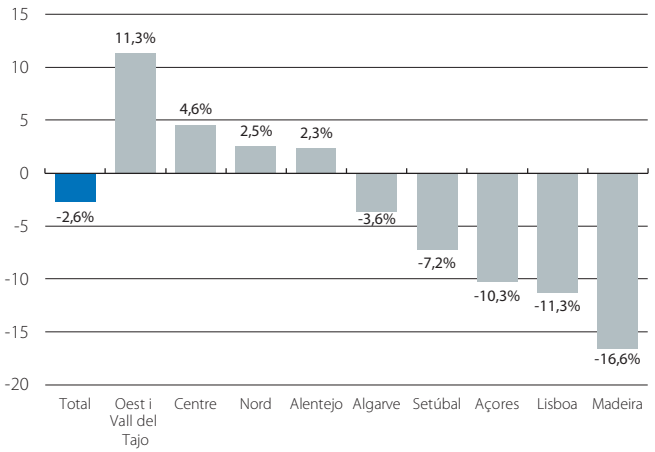
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: pernoctacions de residents per regió de destinació

Variació gener 2024 vs. gener 2023 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Indicadors d'activitat i ocupació

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Índex coincident d'activitat	5,7	3,3	3,5	3,6	3,3	2,8	2,6	2,5	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	–2,8	1,0	–5,0	–4,6	–2,5	–5,0	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,4	–7,4	–5,0	–5,6	–9,4	–9,5	–9,2	–8,2	–7,7
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	4,9	9,8	1,2	9,4	–0,8	–7,2	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	...	–20,8	–22,9	–18,9	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	13,8	9,1	12,9	9,1	8,1	6,4	5,3	4,4	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	158,9	19,1	117,2	52,6	24,9	19,1	19,1	16,1	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	15,1	7,5	11,1	13,4	5,8	–0,2	1,1	5,1	7,1
Consum									
Vendes comerç al detall	5,5	1,1	1,2	1,7	0,6	0,8	1,1	...	...
Indicador coincident del consum privat	3,8	2,4	1,9	2,7	2,8	2,2	2,0	1,9	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–29,7	–28,6	–35,1	–29,4	–22,8	–27,2	–28,2	–26,9	–24,4
Mercat de treball									
Població ocupada	2,2	2,0	1,4	2,8	2,2	1,6	1,8	2,0	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,2	6,5	7,2	6,1	6,1	6,6	6,5	6,5	...
PIB	**6,8**	**2,3**	**2,5**	**2,6**	**1,9**	**2,2**	**–**	**–**	**–**

Preus

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	7,8	4,4	8,0	4,4	3,5	1,7	1,4	2,3	2,1
Subjacent	5,6	5,1	7,1	5,7	4,4	3,0	2,6	2,4	2,2

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	23,2	–1,0	21,6	11,8	3,0	–1,0	–1,0	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	31,7	–4,1	24,5	12,5	1,1	–4,1	–4,1	...	...
Saldo corrent	**–2,8**	**3,6**	**–1,2**	**1,5**	**4,1**	**3,6**	**3,6**	**...**	**...**
Béns i serveis	–4,7	3,3	–2,8	–0,3	2,1	3,3	3,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	0,4	1,6	1,9	2,0	0,4	0,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**–0,5**	**7,2**	**1,5**	**4,5**	**7,3**	**7,2**	**7,2**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	–2,3	0,5	–2,1	–2,6	–2,3	–2,3	–1,1	...
A la vista i estalvi	7,3	–14,8	–3,1	–9,0	–9,4	–14,8	–14,8	–15,2	...
A termini i preavís	5,2	14,8	5,4	7,5	6,9	14,8	14,8	17,8	...
Dipòsits d'AP	12,4	–12,4	11,1	1,4	5,5	–12,4	–12,4	–22,5	...
TOTAL	**6,5**	**–2,6**	**0,8**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,6**	**–2,6**	**–1,7**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	1,7	–1,5	0,0	–1,2	–1,8	–1,5	–1,5	–1,4	...
Empreses no financeres	–0,6	–2,1	–2,1	–3,5	–3,5	–2,1	–2,1	–2,5	...
Llars - habitatges	3,2	–1,4	1,5	0,1	–0,9	–1,4	–1,4	–1,4	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,0	0,4	–0,8	0,2	0,2	1,6	...
Administracions públiques	–2,7	–5,5	–2,0	0,6	–1,4	–5,5	–5,5	–4,0	...
TOTAL	**1,6**	**–1,6**	**–0,1**	**–1,1**	**–1,8**	**–1,6**	**–1,6**	**–1,5**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,0**	**...**	**3,1**	**3,1**	**2,9**	**...**	**–**	**–**	**–**

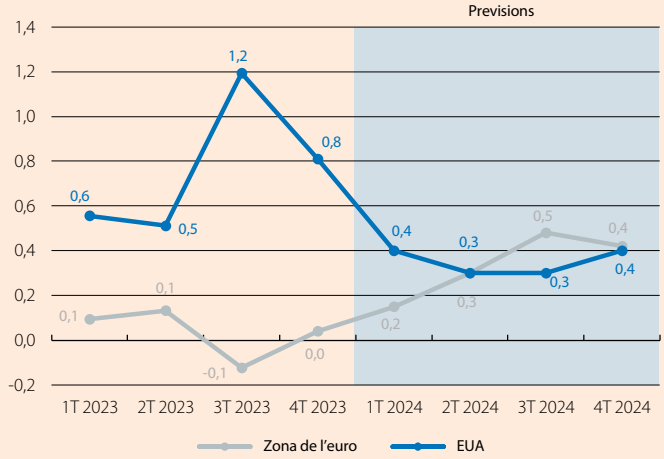
Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

Nou escenari econòmic per a l'economia internacional

En els últims trimestres, l'economia mundial ha mostrat una notable resiliència, i estimem que podria haver crescut el 2023 prop del 3,0%. Un dels principals motors del creixement l'any passat van ser els EUA, que van fer gala d'un notable dinamisme, que els ha dut a batre totes les expectatives. Lluny queden els escenaris en què s'anticipava que el tensionament monetari en un context d'absència d'estímuls fiscals arrossegaria l'economia a la recessió, possibilitat que, fins i tot, va arribar a plantejar la Fed. La realitat és que el PIB dels EUA va assolir un creixement intertrimestral mitjà del 0,8% (per damunt de la mitjana a llarg termini preCOVID), amb una segona meitat d'any excepcional, que va situar l'avanç del PIB en el conjunt del 2023 en el 2,5%, en relació amb el 0,5% previst al començament de l'any passat. Aquest dinamisme de l'economia ha obligat a canviar completament el discurs, i hi ha qui, fins i tot, defensa un *no landing* de l'economia nord-americana. El nostre posicionament és una mica més conservador, i continuem anticipant una desacceleració durant tot l'any fins a ritmes intertrimestrals entre el 0,3% i el 0,4%, una mica per sota del seu potencial. Així i tot, l'«efecte arrossegament» d'una segona meitat del 2023 especialment dinàmica, sumat a un inici d'any més expansiu del que s'havia estimat inicialment, ens empeny a revisar el creixement per al 2024 fins al 2,2%, gairebé 1,4 p. p. per damunt de la previsió inicial.

PIB: zona de l'euro i EUA

Variació intertrimestral (%)

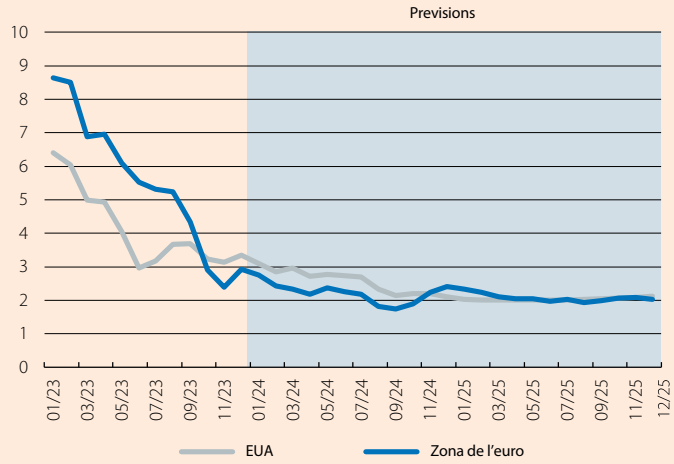


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

És factible que, durant enguany, el consum privat, gran motor del creixement el 2023, perdi una mica de dinamisme, atès que el matalàs d'estalvi extra acumulat durant la pandèmia gairebé s'ha esgotat: d'assolir més del 8,0% del PIB al final del 2021, en l'actualitat amb prou feines representa el 0,7%. A més a més, és probable que el mercat de treball es comenci a «normalitzar» de forma ordenada amb una generació d'ocupació inferior a l'actual, més coherent amb una economia creixent a un ritme menor i amb un atur molt baix. També caldria esperar un refredament de la despesa pública, atesa la necessitat de controlar l'evolució d'uns dèficits fiscals en augment (superior al –8,0% del PIB el 2023, segons les estimacions de l'FMI) i que, en els propers anys, continuaran força llastats per la pressió de l'envelliment poblacional sobre la despesa pública i per la forta càrrega d'interessos generada per un deute públic en màxims històrics (per damunt del 123% del PIB el 2023, segons l'FMI). No obstant això, una part de la pèrdua d'embranzida que anticipem per al consum total serà compensada per una inversió, sobretot la residencial, que es beneficiaria d'un entorn de tipus més baixos.

IPC: zona de l'euro i EUA

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

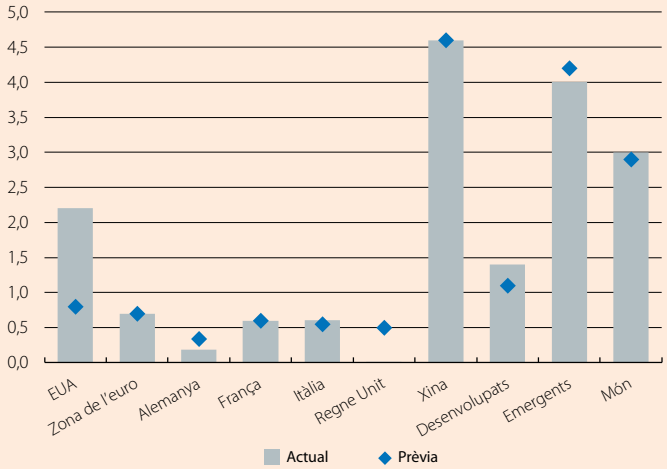
En aquest context de tímid refredament de l'economia nord-americana, la inflació està convergint cap al 2,0%, una mica més lentament del que s'esperava a causa de la resistència a la baixa que mostren les mesures subjacents d'inflació, en especial el component *shelter* (vegeu la Nota Breu), que pesa més del 40% de la inflació nucli i es mou amb retard. Així i tot, continuem apostant per una inflació en descens, malgrat els repunts que es puguin produir de manera puntual i transitòria (vegeu el Focus «L'última milla de la inflació als EUA», en aquest mateix informe).

Pel que fa a la zona de l'euro, les expectatives continuen apuntant a una marcada feblesa: a un final del 2023 en què s'evita, per la mínima, un episodi de «recessió» tècnica, s'afegeix un començament d'any que continua sent feble (vegeu la conjuntura d'Internacional). Aquesta apatia és més marcada a Alemanya i a França, on els respectius governs, al febrer, van revisar notablement a la baixa les previsions de creixement per al 2024: fins al 0,2%, des de l'1,3%, l'alemany i fins a l'1,0%, des de l'1,4%, el francès. El nostre escenari sempre ha estat força caut, i venim assenyalant les dificultats de l'economia de la zona de l'euro per

recuperar ritmes de creixement pròxims al seu potencial, amb un inici del 2024 gairebé estancat.

Així i tot, continuem confiant en la capacitat de recuperació de l'economia de la zona de l'euro, en especial a partir de l'estiu: el consum i la inversió es veuran afavorits pel descens que anticipem per a la inflació i per als tipus d'interès. A més a més, també cal tenir en compte l'impacte positiu que tindrà sobre el creixement l'execució dels fons europeus que encara no han estat desemborsats: la Comissió estima que, enguany, es concediran uns altres 100.000 milions d'euros dels fons NGEU, després d'haver-se'n ja distribuït, des del 2021, uns 290.000 milions (menys del 35% del total). La Comissió estima que, gràcies als fons NGEU, el PIB real de la UE serà el 2026 l'1,4% més elevat del que seria en un escenari sense aquests fons. Tots aquests factors ajudaran a compensar un impuls fiscal que serà menor que en anys anteriors, ja que, després d'anys de polítiques fiscals molt expansives per contrarestar l'impacte de la COVID i la guerra a Ucraïna, l'1 de gener es va reactivar el Pacte d'Estabilitat i Creixement, de manera que els governs han de començar a ajustar de forma gradual les polítiques fiscals per anar convergint cap als objectius a mitjà termini de dèficit i de deute del 3,0% i del 60% del PIB, respectivament.

Previsions de creixement del PIB el 2024
Creixement anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

En conseqüència, mantenim gairebé sense canvis el creixement previst a la zona de l'euro per al 2024 en el 0,7%, amb ajustos mínims a la baixa en la previsió per a Alemanya (–0,1 p. p., fins al 0,2%), que són compensats per revisions marginals a l'alça a Itàlia i a França (fins al 0,6%, en els dos casos) i pel substancial dinamisme que continuem veient per a l'economia d'Espanya (+0,5 p. p., fins al 1,9%) (vegeu l'article «Nou escenari econòmic: l'economia espanyola encara el 2024 amb millors perspectives», en aquest mateix Dossier). Així i tot, els riscos per a aquestes previsions es concentren a la baixa, amb Alemanya com a principal focus d'incertesa. El seu sector industrial continua arrossegant la pèrdua de competitivitat i l'augment de costos associats a uns preus del gas que, malgrat que s'han moderat, continuen duplicant els nivells als quals cotitzava abans de la guerra, en un context de caiguda de les exportacions per la desacceleració econòmica global.

En aquest context d'apatia econòmica, i després d'una forta baixada de la inflació el 2023, tant de la general (es va situar en el 5,4%, després del 8,4% del 2022) com de la nucli (el 4,9% *vs.* el 3,9% del 2022), continuem esperant que la inflació reculi al llarg del 2024. De fet, les bones dades del final del 2023 i el descens en els preus futurs de l'energia que utilitzen els mercats ens empenyen a rebaixar la previsió el 2024 per a la inflació general fins al 2,2% (el 3,1% previ) i per a la nucli fins al 2,6% (el 3,0% previ).

Perspectives globals

La millora de la previsió de creixement dels EUA explica que haguem elevat l'avanç estimat el 2024 per al conjunt de les economies desenvolupades en 0,4 p. p., fins a l'1,4%, després de l'1,6% del 2023. Per a les emergents, per la seva banda, retallem en 0,2 p. p., fins al 4,0%, el creixement estimat per al 2024 (el 4,0% previst el 2023) i gairebé mantenim sense canvis la previsió per als BRIC, per a Turquia i per a Mèxic. Tot i que, com se celebraran eleccions presidencials o parlamentàries al llarg de l'any a l'Índia, a Mèxic i a Rússia, les dades podrien presentar una volatilitat superior a l'habitual. En conseqüència, el creixement del món (agregat en termes de paritat de poder adquisitiu) el 2024 es revisa en 0,1 p. p., fins al 3,0%, de manera que iguala, així, el creixement que s'espera que s'hagi assolit el 2023. Pel que fa a la inflació el 2024, les revisions són molt més modestes: mantenim gairebé sense canvis la inflació prevista al món en el 5,2%, ja que la revisió a la baixa en 0,2 p. p., fins al 2,5% per al bloc de desenvolupats, gairebé es compensa amb la revisió a l'alça en una mica més de 0,1 p. p., fins al 7,2%, de la inflació per al bloc d'emergents. Una bona part d'aquestes previsions es basen en un escenari d'energia força contingut, en què no contemplem greus tensions entre l'oferta i la demanda en l'horitzó de previsió. De fet, per als preus del cru, anticipem una modesta senda descendent que els duria a cotitzar al voltant dels 78 dòlars per barril al desembre del 2024 (sense canvis rellevants en relació amb l'escenari anterior), mentre que, per als preus del gas, veiem factible que tanqui l'any cotitzant prop dels 35 euros/MWh, gairebé 18 euros per sota del que s'havia estimat amb anterioritat.

Perspectives de política monetària

Com ja hem esmentat, uns tipus d'interès a la baixa són una de les claus per a les perspectives d'activitat econòmica, sobretot a les economies avançades. La forta baixada de la inflació al llarg del 2023 i l'expectativa que, malgrat que ho facin de forma més gradual, els preus es continuïn desaccelerant el 2024 obren la porta al fet que la Fed i el BCE comencin a abaixar tipus en els propers trimestres. La nostra previsió és que les primeres retallades arribaran al juny i que, atès el poder comunicatiu d'aquesta primera baixada, tindran continuïtat en els mesos següents. No obstant això, després de més de dos anys amb inflacions significativament per damunt de l'objectiu del 2%, i en un context de solidesa del mercat laboral a les dues bandes de l'Atlàntic, pensem que tant la Fed com el BCE mantindran un biaix antiinflacionista i, llevat que hi hagi canvis en l'escenari, preferiran una senda de baixades força graduals. Així, les nostres previsions contemplen 100 p. b. de retallades de la Fed i del BCE en el conjunt de l'any, que es tancaria amb el *fed fund* en el 4,50% i el *depo* en el 3,00%, respectivament.

Rita Sánchez Soliva

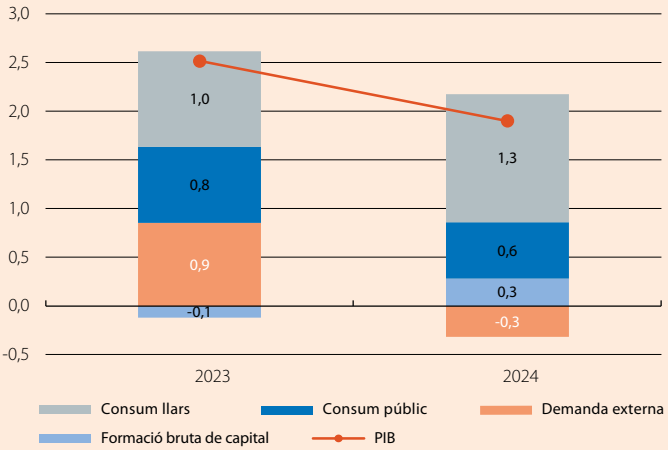
Nou escenari econòmic: l'economia espanyola encara el 2024 amb millors perspectives

Passats cinc mesos des de l'última actualització de l'escenari macroeconòmic, incorporem la nova informació disponible i tornem a examinar els principals factors que dominen l'escenari.

Quina és la situació de partida?

L'economia espanyola ha superat les nostres expectatives en el tram final del 2023. Malgrat l'augment dels tipus d'interès, el creixement mitjà durant la segona meitat del 2023 es va mantenir gairebé sense canvis en relació amb el de la primera meitat (el 0,5% intertrimestral). Aquest èxit s'atribueix, d'una banda, al notable repunt del consum privat en el 3T, impulsat per la fortalesa del mercat laboral i per la moderació de la inflació. De l'altra, el creixement del PIB en el 4T va sorprendre a l'alça i va assolir el 0,6% intertrimestral, molt per damunt del de la zona de l'euro (el 0,0% intertrimestral). Malgrat que el patró de creixement presenta alguns trets no tan positius, com la forta dependència del creixement del consum públic i la feblesa de la inversió, no es pot menystenir un funcionament així en un entorn econòmic tan desafiador.

Espanya: contribució al creixement del PIB
(p. p.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

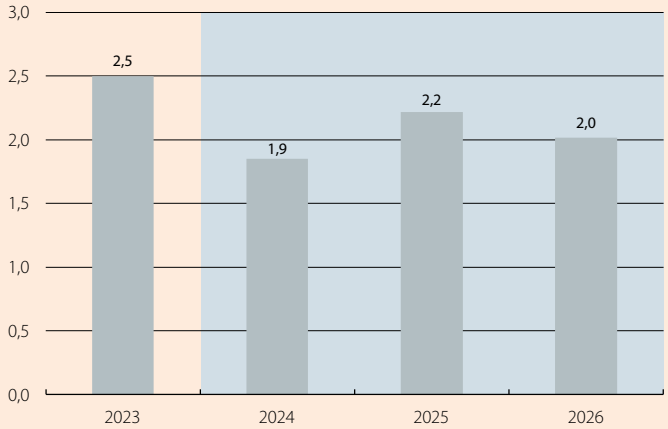
Així mateix, les dades d'inflació també van ser millors del que s'esperava. Al setembre del 2023, el nostre pronòstic per al final de l'any de la inflació general i de la nucli (que exclou l'energia i els aliments) era del 4,0% i del 3,9%, respectivament, però la dada final va ser molt inferior, del 3,1% i del 3,2%, respectivament. Aquesta desviació s'explica per la moderació del preu del petroli a partir del novembre i per una caiguda més intensa del que es preveia de la inflació en béns industrials.

Així doncs, el 2024 comença des d'uns nivells d'activitat més alts i amb un procés de desinflació més avançat del que s'esperava.

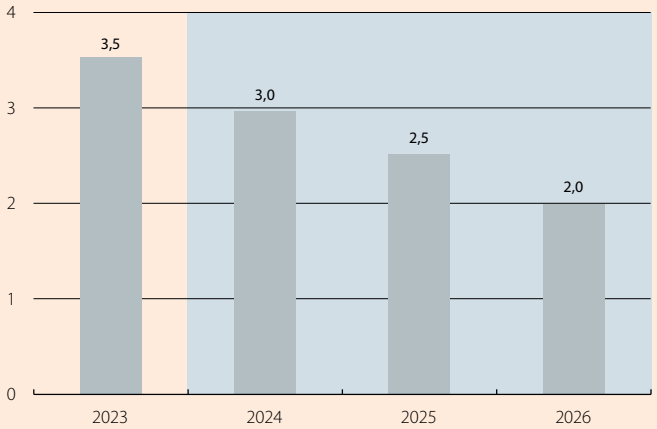
Canvis en els supòsits subjacents de l'escenari

De la mateixa manera que a Espanya, les dades d'inflació de la zona de l'euro també van sorprendre en positiu en la segona meitat del 2023. Si, al juliol del 2023, la inflació general i la nucli de la zona de l'euro se situaven en el 5,3% i en el 5,5%, respectiva-

Espanya: PIB
Variació anual (%)



Espanya: inflació
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de previsions de CaixaBank Research.*

ment, al desembre, havien reculat fins al 2,9% i el 3,4%, respectivament, una baixada de més de 2 p. p. en els dos casos en menys de sis mesos. Aquesta trajectòria ha capgirat les expectatives de mercat sobre els tipus d'interès. Si, al final del setembre del 2023, els mercats cotitzaven dues baixades de 25 p. b. per al 2024, a mitjan febrer del 2024, ja cotitzaven 4 o 5 baixades de tipus.

El nostre nou escenari preveu una caiguda sostinguda, però gradual, de la inflació de la zona de l'euro al llarg del 2024, amb valors que se situaran encara per damunt, però a la vora, del 2% al final de l'any. Això ens empeny a avançar la primera baixada de tipus del setembre del 2024 al juny del 2024. Amb la del juny, preveiem que el BCE realitzarà fins a quatre baixades de tipus el 2024 (*depo* al 3,0% al desembre del 2024) i tres més el 2025. Pensem que el BCE preferirà acumular evidències sobre la consolidació de les dinàmiques de desinflació abans de començar a abaixar tipus.

Pel que fa al preu del petroli, la conjunció d'unes expectatives de menor creixement de la demanda, en gran part pel menor creixement de la Xina, i d'unes perspectives de major creixement de l'oferta per part dels països no pertanyents a l'OPEC fa que revisem la senda de preus del cru lleugerament a la baixa el 2024, d'un preu mitjà de 82 dòlars/barril a un de 79 dòlars/barril. Un canvi modest que té un impacte limitat sobre la nostra economia. Pel que fa al gas, l'evolució dels preus a Europa també ha estat més favorable del que prevèiem fa uns mesos, i ara contemplem que se situïn al voltant d'una mitjana de 30 euros/MWh el 2024, en línia amb el que apunten els mercats de futurs del TTF.

Perspectives macroeconòmiques

Després de créixer el 2,5% el 2023, preveiem que l'economia espanyola moderarà el ritme de creixement el 2024. En primer lloc, per la pujada de tipus que s'ha produït des del 2022, l'impacte màxim de la qual estimem que comprèn el tram final del 2023 i els primers compassos del 2024. I, en segon lloc, per la pèrdua de tracció del sector exterior, que pateix la feblesa dels nostres socis comercials europeus i no es podrà continuar beneficiant dels forts registres de creixement del sector turístic, que ja opera en cotes superiors a les del 2019.[1] Així i tot, preveiem que l'any anirà de menys a més. A mesura que l'impacte dels tipus d'interès més alts es vagi esvaint, que l'economia es beneficiï d'unes taxes d'inflació més baixes, que ens endinsem en la fase a la baixa del cicle de política monetària i que l'impacte de l'execució dels fons NGEU vagi agafant més tracció, el ritme de creixement de la nostra economia s'hauria de reforçar. En conjunt, preveiem que el PIB creixerà l'1,9% el 2024 (l'1,4%, segons la previsió anterior) i que s'accelerarà fins al 2,2% el 2025 (el 2,0%, segons la previsió anterior).

El 2024, es preveu que la demanda interna serà el motor del creixement, impulsada pel consum privat, que es beneficiarà de la moderació de la inflació, del major creixement demogràfic (molt vinculat als majors fluxos d'immigració) i d'un creixement robust dels ingressos, fruit del creixement de l'ocupació (de l'1,9%) i d'una certa recuperació del poder adquisitiu dels salaris. D'aquesta manera, preveiem que el consum privat creixerà el 2,4% el 2024, per damunt de l'1,7% registrat el 2023. Per la seva banda, tal com ho hem esmentat més amunt, preveiem un comportament més modest de la demanda externa, associat al feble creixement dels nostres principals socis comercials.

Pel que fa a la inflació, preveiem que les dinàmiques subjacents seran de moderació, d'acord amb el que s'ha observat en l'últim tram del 2023. No obstant això, la retirada gradual de les mesures fiscals (bonificació de l'IVA en electricitat, gas i aliments) limitarà una mica aquesta tendència de fons de moderació. Així, tot i que preveiem que la inflació general baixarà del 3,5% del 2023 al 3,0% el 2024, la nucli caurà amb més intensitat, del 4,4% del 2023 al 2,5% el 2024. La marcada moderació de la inflació nucli s'explica per l'esgotament del procés de translació de l'augment de costos dels *inputs* als preus dels productes i dels serveis finals (fins i tot, hi pot començar a haver una mica de reversió d'aquest procés) i, també, per un impacte escàs dels anomenats efectes de segona ronda (l'impacte sobre la inflació provinent de l'augment dels costos salarials i dels marges). Les dades disponibles sobre els convenis salarials, que mostren una caiguda de la variació salarial mitjana pactada en conveni del 3,5% del desembre del 2023 al 2,8% del gener del 2024, donen suport a aquesta valoració.

Finalment, malgrat la moderació del creixement, s'espera que el mercat laboral continuï generant ocupació. Aquest creixement de l'ocupació hauria de permetre un descens continuat de la taxa d'atur, tot i que aquest descens serà moderat a causa de la revisió a l'alça del creixement de la població activa, molt influït pels majors fluxos d'immigració observats des de l'any passat. D'aquesta manera, preveiem que la taxa d'atur passarà del 12,1% del 2023 a l'11,8% el 2024 i a l'11,4% el 2025.

1. De cara al 2024, el sector turístic té unes bones perspectives, tal com s'exposa a l'Informe Sectorial de Turisme, però el creixement tendirà a normalitzar-se després d'un parell d'anys excepcionals.

Són múltiples els riscos que envolten el nostre escenari, malgrat que, en aquesta ocasió, identifiquem tant riscos a l'alça com a la baixa. Pel que fa als riscos a l'alça, malgrat que preveiem que el consum privat creixerà a un ritme notable el 2024 (el 2,4%), la solidesa de l'evolució dels ingressos es traduirà en una moderació molt lleugera de la taxa d'estalvi, del 10,6% previst per al 2023 al 10,2% el 2024.[2] La caiguda de la taxa d'estalvi és prou petita com perquè hi hagi marge per veure un creixement del consum privat encara superior al que incorpora el nostre escenari. Així mateix, el nostre escenari té uns supòsits relativament conservadors sobre l'impacte dels fons europeus, de manera que podria ser més elevat. Pel que fa als riscos a la baixa, destaquem, principalment, el delicat entorn geopolític internacional. Si, per exemple, el conflicte entre Israel i Hamàs s'agreuja, podríem veure repunts importants del preu de l'energia i més disrupcions en les cadenes logístiques globals.

En definitiva, llevat que hi hagi sorpreses, l'economia encara la recta final del cicle inflacionista iniciat el 2021 amb les disrupcions de les cadenes logístiques globals en un món que sortia de la pandèmia i amb les pressions sobre el preu del gas a l'avantsala de la invasió d'Ucraïna. La convergència gradual de la inflació cap a l'objectiu del 2% i l'esvaïment de l'impacte de la pujada dels tipus d'interès haurien d'impulsar la nostra economia. No obstant això, més enllà d'aquests vents de cua temporals, serà necessari girar la mirada cap als reptes estructurals de la nostra economia: fonamentalment, el baix nivell d'inversió i la falta de creixement de la productivitat.

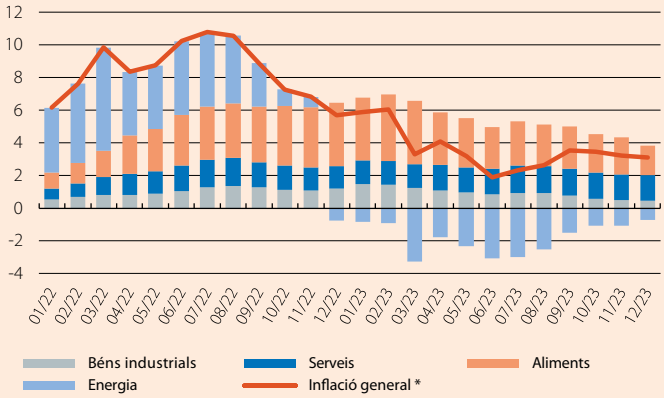
Oriol Carreras

2. La mitjana històrica de la taxa d'estalvi entre el 1999 i el 2019 és del 8,3%.

Inflació ON, inflació OFF: perspectives per al 2024

L'economia espanyola porta mesos immersa en un procés de moderació de les pressions inflacionistes. Després de situar-se, cap a la meitat del 2022, en màxims no vistos des de la dècada dels anys vuitanta, la inflació va tancar el 2023 en el 3,1%. Aquesta correcció s'ha degut, en gran part, a l'esvaïment del xoc energètic exacerbat per la guerra a Ucraïna. De fet, com podem observar al primer gràfic, la contribució del component energètic a l'IPC va ser negativa durant tots els mesos de l'any passat, gràcies, en gran part, a la forta correcció dels preus de l'electricitat.[1] En canvi, el 2023, els aliments, seguits dels serveis, van ser el component amb més repercussió sobre la inflació general, tot i que van reduir la seva contribució al llarg de l'any.

Espanya: contribució a la inflació per components
(p. p. i %)



Nota: ** Variació interanual.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Evolució dels principals indicadors de costos

De cara als propers mesos, quines dinàmiques esperem per a la inflació? A la taula, es mostren les nostres noves previsions, i, com es pot observar, esperem que la inflació general se situï enguany, de mitjana, al voltant del 3,0% i que vagi disminuint de forma gradual durant l'any vinent fins a convergir plenament en el 2,0% de mitjana el 2026.

El fet que la inflació nucli (que exclou l'energia i tots els aliments) se situï per sota de la inflació general el 2024 ens indica que l'energia i els aliments seran els components que limitaran el descens de la inflació.

Pel que fa als aliments, preveiem un descens notable de les taxes d'inflació, de l'11,1% de mitjana anual el 2023 al 3,8% el 2024. En part, això és el resultat d'un efecte base, producte de les fortes pujades de l'any passat, que empeny la inflació a la baixa.[2] A més a més, com podem veure al segon gràfic, les dades de costos agrícoles acumulen diversos mesos amb una taxa de variació interanual en negatiu, la qual cosa hauria d'alleujar les pressions sobre els preus dels aliments.[3]

Previsions d'inflació i contribució per components
Variació interanual (inflació, %) i contribucions en p. p.

	2023	Contrib.	2024	Contrib.	2025	Contrib.	2026	Contrib.
Inflació general	3,5		3,0		2,5		2,0	
Inflació subjacent (sense aliments no processats ni energia)	6,0	4,6	2,7	2,2	2,5	2,1	2,2	1,8
Inflació nucli (sense aliments ni energia)	4,4	2,6	2,5	1,7	2,4	1,6	2,1	1,4
Aliments	11,1	2,9	3,8	0,9	3,3	0,8	2,6	0,6
Energia	–16,3	–1,9	3,1	0,4	1,4	0,1	–0,3	0,0

Font: *Previsions de CaixaBank Research.*

El component energètic, per la seva banda, ja va anotar una correcció important l'any passat, i tot fa pensar que els preus de l'energia es mantindran continguts enguany. En concret, esperem que, el 2024, el preu del barril de Brent se situï en una mitjana de 79 dòlars, 2 dòlars per sota del que esperàvem en el nostre escenari de previsions anterior. En el cas del gas natural, esperem que el preu del TTF, la principal referència europea, se situï al voltant dels 30 euros/MWh, 20 euros menys que en l'escenari anterior. Si no hi ha canvis en el preu del petroli, el component de carburants de l'IPC es mantindria per segon any en terreny negatiu. Pel que fa al component elèctric de l'IPC, cal esperar que l'efecte favorable propiciat pels baixos preus del gas es vegi contrarestat per les pujades d'impostos planejades.

Quant a la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments), hi ha tres factors que ens fan ser optimistes. En primer lloc, la forta moderació de les taxes d'inflació de l'energia i dels aliments en relació amb el punt àlgid de la crisi energètica redueix la possibilitat que hi hagi una transmissió cap a la inflació nucli. En segon lloc, els índexs generals de preus industrials que publica l'INE es troben des de fa mesos en terreny negatiu. I, en tercer lloc, segons l'Indicador de Salaris de CaixaBank, el creixement dels salaris del sector privat s'ha estabilitzat al voltant del 4% interanual. L'evolució d'aquests dos últims indicadors (vegeu el segon gràfic)

1. El 2023, el preu de la tarifa regulada PVPC va recular, de mitjana, el 48% en relació amb el 2022.
2. Vegeu el Focus «Els efectes base de la inflació el 2023: són rellevants?», a l'IM03/2023.
3. Vegeu el Focus «La importància dels costos intermedis en les dinàmiques de la inflació a Espanya», a l'IM01/2024.

apunta al fet que els efectes indirectes de l'encariment dels costos intermedis ja s'han completat, i no sembla que indiquin que s'hagin de produir efectes de segona ronda significatius.

Impacte de la retirada de les mesures fiscals

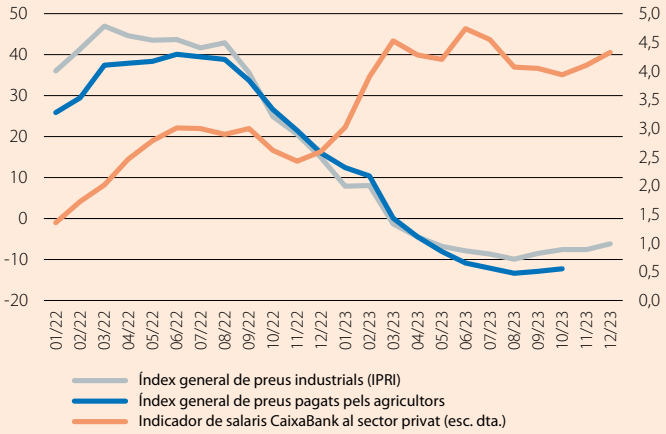
Al gener del 2024, el Congrés va convalidar un decret per ampliar les mesures fiscals implantades en el període 2022-2023 per mitigar l'impacte de la inflació. Aquesta pròrroga representa una retirada progressiva de les retallades impositives aplicades a diferents productes, i, per tant, esperem que tingui un impacte a l'alça sobre la inflació.[4]

En el context actual de desinflació, la retirada de les mesures pot generar efectes graó, és a dir, pujades de preus puntuals en els mesos en què s'apugin els tipus impositius. Al gener del 2024, ja vam poder observar un primer repunt de la inflació provocat per la retirada d'algunes de les mesures fiscals. En concret, l'IPC elèctric va pujar el 9,6% interanual (26,9 p. p. més que al desembre). En el que queda d'any, aquest component estarà marcat per unes taxes d'inflació relativament altes. Així mateix, pel fet que els preus al mercat elèctric majorista han baixat més ràpid del que es preveia, l'IVA de l'electricitat pujarà al 21% al març. No obstant això, el tipus impositiu es podria tornar a situar en el 10% en els mesos següents, en funció del preu al mercat majorista (fins al desembre del 2024). Així i tot, la nostra previsió és que, amb els baixos preus del gas natural per al final del 2025, l'IPC de l'energia s'hauria d'estabilitzar per sota del 2%. L'altre component afectat per les mesures fiscals és el dels aliments. En aquest cas, la nostra previsió per al 2024 és que es produeixi un pic puntual d'inflació al juny del 2024, coincidint amb la pujada de l'IVA dels productes bàsics.

La retirada gradual i parcial de les mesures fiscals permetrà que l'impacte sobre la inflació sigui més reduït i escalonat que si s'haguessin retirat completament al començament de l'any. De fet, estimem que, si la retirada del conjunt de mesures s'hagués produït de manera sobtada al gener del 2024, la seva contribució alcista sobre la inflació mitjana d'enguany s'hauria situat al voltant d'1 p. p. En canvi, amb aquesta retirada més gradual de les mesures, estimem que l'impacte sobre la inflació del 2024 serà una mica menor, de 0,6 p. p.

Espanya: indicadors de costos

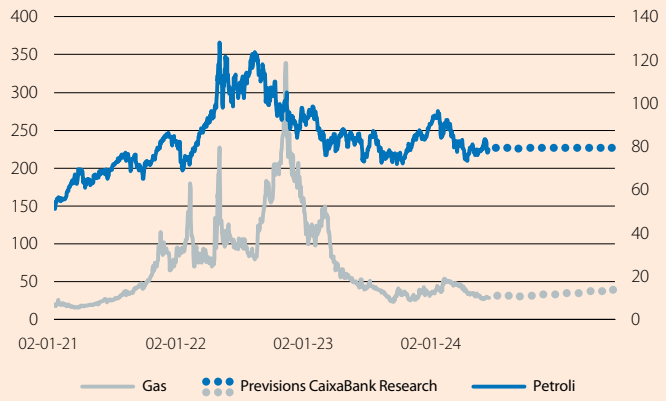
Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes i de l'INE.*

Preus del gas natural TTF i del petroli Brent

(Euros/MWh) *(dólares/barril)*



Nota: *Gas natural (esc. esq.) i petroli (esc. dta.).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

De cara al 2025, esperem que la inflació se situï, de mitjana anual, en el 2,5%, tot i que ja preveiem que s'aproximi al 2,0% al final de l'any. Hi ha dos factors que limitaran la correcció de la inflació durant el 2025. En primer lloc, la inflació dels serveis, el procés de moderació de preus dels quals se sol dilatar més en el temps, es mantindrà elevada durant tot l'any. En segon lloc, l'ajornament de la restauració dels tipus impositius representa traslladar al 2025 una part de la inflació associada a la retirada de les mesures. En un escenari alternatiu en què totes les mesures s'haguessin retirat al gener del 2024, les nostres estimacions indiquen que la inflació mitjana del 2025 seria del 2,0%. Alguns factors de caràcter geopolític, com, per exemple, les tensions al mar Roig, també podrien representar riscos a l'alça pel possible increment dels preus de les primeres matèries energètiques si la situació s'agreugés.

Zoel Martín Vilató

4. Al gener del 2024, ja va haver-hi una primera pujada de l'IVA del gas i de l'electricitat del 5% al 10%. L'IVA del gas tornarà al tipus habitual del 21% el 31 de març, mentre que el de l'electricitat tornarà al 21% el 31 de desembre com a molt tard (o abans, de manera puntual, després dels mesos que el preu de l'electricitat estigui per sota de 45 euros/MWh al mercat majorista, quelcom que succeirà aquest mateix mes de març). L'impost especial de l'electricitat i l'impost sobre el valor de la producció d'energia elèctrica tornaran al tipus habitual del 5,11% i del 7%, respectivament, de manera progressiva en el 1S 2024. L'IVA dels aliments bàsics tornarà al tipus habitual a partir del 30 de juny. La bonificació en el descompte dels transports s'ha ampliat a tot el 2024.

Mitjançant els nostres estudis, contribuïm a estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.

Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.

Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.

Informe Sectorial Immobiliari 1S 2024

Fem balanç d'un 2023 més positiu del que s'esperava en el sector immobiliari i oferim les nostres previsions per al 2024-2025. També analitzem el paper de la demografia en la demanda d'habitatge a Espanya, les perspectives per al mercat immobiliari comercial espanyol i l'evolució dels mercats immobiliaris de les principals economies avançades.

Informe Sectorial de Turisme 1S 2024

Després del fort sotrac que va suposar la pandèmia per al sector, la recuperació del turisme internacional a Espanya es pot donar per pràcticament completada. Entre els 10 principals receptors mundials de turisme, Espanya ha estat la segona destinació a superar el nombre de turistes internacionals pre-COVID.

Informe Sectorial Agroalimentari 2023

El sector agroalimentari espanyol està patint els efectes de la sequera prolongada i la forta pujada dels costos de producció. Tot i així, el sector ha mostrat una tendència de creixement moderat que preveiem que es mantingui els propers trimestres.

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2024
© Banco BPI, 2024

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXT Paper procedent de fonts responsables FSC® C015618