

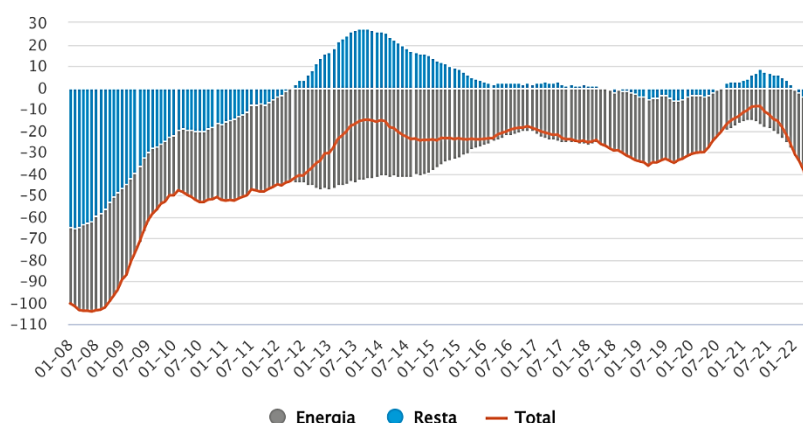
Economia espanyola

La facturació a la indústria espanyola i als serveis avança a un bon ritme, encara que possiblement impulsada per l'alça de preus. Al maig, l'índex d'activitat del sector serveis va avançar un notable 2,5% intermensual i el de la indústria es va mantenir pràcticament pla, amb un augment del 0,3% intermensual. Són dades sòlides si tenim en compte els forts avanços intermensuals del mes anterior (7,0% en serveis i 15,7% en indústria). Tots dos indicadors se situen molt per sobre del nivell mitjà del 2019, un 27,8% per sobre en el cas de la indústria i un 19,9% en el cas de serveis. Tot i així, cal matisar que tots dos indicadors reflecteixen l'evolució de la facturació en termes nominals, per la qual cosa molt probablement aquestes lectures estan molt influïdes per la conjuntura actual d'alça de preus. Per la seva banda, l'afiliació a la S. S., segons les dades d'avanç a meitat de mes, va continuar augmentant al juliol: +30.000 treballadors en termes desestacionalitzats.

Fort deteriorament del saldo exterior de béns. Al maig, el dèficit comercial de béns va pujar a 4.759 milions d'euros, en contrast amb el superàvit de 140 milions el mateix mes del 2021. Això va ser degut a l'intens creixement de les importacions (47,1%), molt superior al de les exportacions (28,8%). D'una banda, el dèficit energètic continua disparat i va arribar al maig als 5.098 milions (2.127 milions un any abans), com a conseqüència del fort creixement de les importacions, tant en volum (+77,8%) com en preus (+29,5%). Per la seva banda, la balança de béns no energètics també va empitjorar i va reduir el superàvit a 340 milions, xifra molt inferior a la de fa un any (2.267 milions).

Espanya: saldo comercial exterior de béns

Dades acumulades en 12 mesos (milers de milions d'euros)



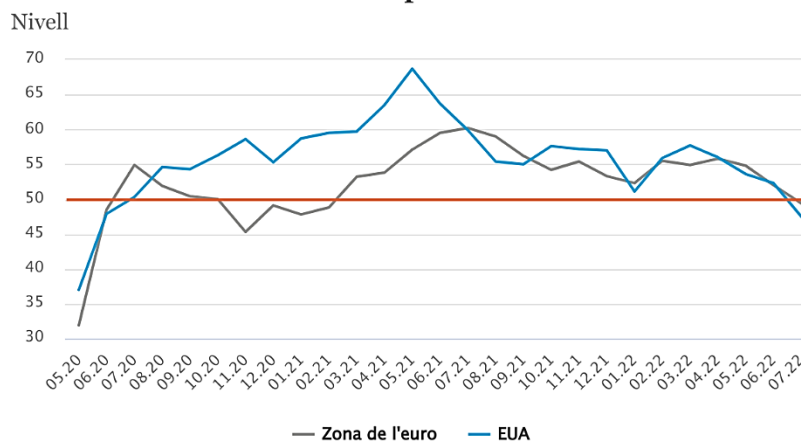
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del departament de Duanes.

Economia internacional

Els indicadors d'activitat apunten a una recessió a la zona de l'euro en els propers mesos. De fet, el PMI compost de la zona de l'euro va caure al juliol a nivells indicatius de caigudes de l'activitat (49,4 vs. 52,0) a causa del descens a Alemanya (-3,3 punts, fins a 48,0, mínims de 25 mesos), i al fet que a França s'apunta una situació propera a l'estancament (-1,9 punts, fins a 50,6). El PMI també mostra que les pressions alcistes sobre els preus s'han suavitzat, però encara continuen a prop de màxims històrics. La possibilitat d'un tall total en el subministrament de gas rus representa el risc més gran i, per afrontar aquesta eventualitat, la Comissió Europea ha presentat un pla que proposa una reducció del consum de gas del 15% a tots els països de la UE fins al 31 de març, voluntària almenys inicialment. Aquest pla encara ha de ser aprovat pels 27 i Espanya i Portugal ja han mostrat el seu desacord en el fet que la retallada hagi de ser igual a tots els països, independentment de les seves circumstàncies. Per complicar encara més l'escenari, la dimissió del primer ministre d'Itàlia, Mario Draghi, aboca Itàlia a eleccions anticipades (s'especula sobre el 25 de setembre), amb l'augment de risc polític i la incertesa que això implica.

Deteriorament dels indicadors d'activitat dels Estats Units més recents. En l'àmbit del sector immobiliari, els darrers indicadors apunten a un alentiment important del sector (per exemple, compravendes, obra iniciada i visats d'obra) després de l'augment important dels tipus d'interès (el tipus mitjà d'una hipoteca a 30 anys amb tipus fix se situa al voltant del 5,5%, davant del 3,1% del final del 2021). Per la seva banda, l'índex manufacturer de la Fed de Filadèlfia va tornar a caure al juliol, igualant el feble registre del març del 2020. En la mateixa línia, l'índex empresarial PMI compost va caure substancialment, situant-se per sota del límit dels 50 punts (llindar entre la zona expansiva i la recessiva) per primera vegada des de l'esclat de la pandèmia (47,5 punts, 52,3 al juny). Un deteriorament que va estar fortament influenciat per la baixa del component de serveis.

Zona de l'euro i EUA: PMI compost



Nota: Les dades del darrer mes corresponen a l'estimació *flash*.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Els indicadors portuguesos més recents suggereixen una desacceleració de l'economia. L'indicador coincident per al consum privat va registrar un avanç interanual del 4,8% en el 2T 2022, per sota del 5,5% del 1T 2022. En la mateixa línia, l'indicador d'activitat econòmica de l'INE es va desaccelerar al maig, fins al 2,1% interanual (3,1% a l'abril). Tot i així, tots ells encara se situen en nivells compatibles amb creixements positius. D'altra banda, el dèficit per compte corrent va empitjorar al maig (-2,1% del PIB en l'acumulat de 12 mesos), en bona part, com a conseqüència de l'increment dels preus energètics. La millora del superàvit turístic no va poder compensar el deteriorament del saldo comercial de béns.

Mercats financers

El BCE apuja tipus 11 anys després i presenta el Transmission Protection Instrument (TPI), la nova eina antifragmentació. A la reunió del dijous passat, el BCE va abandonar els tipus d'interès negatius en augmentar-los en 50 p. b. i situar el *depo* i el *refi* en 0,00% i 0,50%, respectivament. Tant el comunicat de la reunió del juny com els comentaris de la presidenta Lagarde durant les darreres setmanes apuntaven a un augment de 25 p. b., però la intensificació dels riscos sobre la inflació i el suport que s'espera que ofereixi el TPI van fer que el BCE canviés d'opinió i fes una primera pujada de tipus més agressiva. Així mateix, el BCE ha donat per acabada aquesta etapa de *forward guidance* i els passos següents en la normalització dels tipus d'interès es decidiran reunió a reunió en funció de l'evolució de les dades macroeconòmiques. D'altra banda, els detalls publicats del TPI van satisfer les expectatives dels mercats financers, ja que no limita la quantitat d'actius que es podran adquirir, exigeix una elegibilitat raonable i s'activa a discreció del Consell de Govern. Amb aquesta eina, el BCE podrà contrarestar repunts persistents a les primes de risc no consistents amb fonamentals. Amb tot, la visió de l'escenari macroeconòmic per part del BCE va ser pessimista, ja que va declarar que l'economia de la zona de l'euro s'està desaccelerant i que hi ha molt poca visibilitat sobre el que pot passar durant la segona meitat del 2022 i d'ara endavant, amb els riscos sobre l'escenari clarament esbiaixats a la baixa (vegeu la [Nota Breve](#)). Als EUA, per la seva banda, la Reserva Federal es reuneix aquesta setmana i creiem que apujarà els tipus d'interès en 75 p. b., com va fer al juny, per situar l'interval objectiu en el 2,25%-2,50% (vegeu la [Nota Breve](#)).

El sentiment de mercat es manté fràgil davant la pujada de tipus del BCE i la debilitat de les dades macroeconòmiques. Durant els primers dies de la setmana va anar calant entre els inversors l'expectativa que el BCE pugés els tipus d'interès oficials en 50 p. b., com efectivament va acabar fent, fet que va empènyer a l'alça la rendibilitat del deute sobirà. Tot i això, divendres, amb la publicació dels PMI de la zona de l'euro i dels EUA per sota del llindar dels 50 punts (vegeu secció d'Economia internacional), els temors d'una forta desacceleració econòmica es van expandir entre els inversors i els tipus d'interès sobirans van més que desfer l'alça registrada des de dilluns (*bund* alemany -10 p. b. i *Treasury* nord-americà a 10 anys -17 p. b. en el conjunt de la setmana). A Itàlia, la dimissió del primer ministre Mario Draghi, incapaç de salvar el govern de coalició en un vot de confiança, va portar a la prima de risc italiana prop dels 230 p. b., un moviment que es va contagiar molt tímidament a les primes d'Espanya i Portugal. A la renda variable es van imposar els guanys a la majoria d'índexs gràcies a unes publicacions de resultats empresarials relativament positives als EUA i a l'expectativa d'una política monetària menys agressiva els propers trimestres. L'euro, per la seva banda, va capitalitzar la contundència de l'acció del BCE i es va allunyar lleugerament de la barrera psicològica de la paritat amb el dòlar. Als mercats de matèries primeres, la represa del servei de gas Nord Stream 1 a Alemanya després del breu període de manteniment va alleujar els pitjors temors dels inversors sobre una possible interrupció del subministrament de gas des de Rússia cap a Europa, encara que no va evitar que el preu es mantingués per sobre dels 160 €/MWh.

		22-7-22	15-7-22	Var. setmanal	Acumulat 2022	Var. interanual	
Tipus		(punts bàsics)					
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	0.20	0.07	13	77	74	
	EUA (Libor)	2.77	2.74	+3	256	264	
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	1.20	1.06	+14	170	169	
	EUA (Libor)	3.81	3.90	-9	323	357	
Tipus 10 anys	Alemanya	1.03	1.13	-10	121	145	
	EUA	2.75	2.92	-17	124	147	
	Espanya	2.26	2.29	-4	169	198	
	Portugal	2.19	2.31	-12	173	200	
Prima de risc (10 anys)	Espanya	122	116	7	48	53	
	Portugal	116	118	-1	52	55	
Renda variable		(percentatge)					
S&P 500		3,962	3,863	2.5%	-16.9%	-10.2%	
Euro Stoxx 50		3,596	3,477	3.4%	-16.3%	-12.5%	
IBEX 35		8,052	7,946	1.3%	-7.6%	-7.6%	
PSI 20		5,937	5,915	0.4%	6.6%	17.0%	
MSCI emergents		990	962	3.0%	-19.6%	-24.5%	
Divises		(percentatge)					
EUR/USD		dòlars per euro	1.021	1.008	1.3%	-10.2%	-13.2%
EUR/GBP		lliures per euro	0.851	0.850	0.1%	1.1%	-0.6%
USD/CNY		yuans per dòlar	6.752	6.757	-0.1%	6.2%	4.2%
USD/MXN		peso per dòlar	20.529	20.536	0.0%	0.0%	2.3%
Matèries Primeres		(percentatge)					
Índex global		116.5	113.5	2.7%	17.5%	21.8%	
Brent a un mes		\$/barril	103.2	101.2	2.0%	32.7%	63.9%

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