# IM10

**INFORME MENSUAL**
NÚMERO 471 | OCTUBRE 2022

## ENTORN ECONÒMIC-FINANCER

*Entrant en zona de turbulències*

*Les tres claus del nou escenari econòmic espanyol*

MERCATS FINANCERS
*Bancs centrals i monedes digitals: una mirada al futur de l'efectiu*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Inflació als EUA: de definicions i de factors*

ECONOMIA ESPANYOLA
*Canvis al mercat laboral a Espanya*

## DOSSIER: EUROPA EN CLAU ENERGÈTICA: DE LA GUERRA A LA TRANSICIÓ CLIMÀTICA

*REPowerEU o com accelerar la transició energètica per sobreviure en el nou context geopolític*

*Perspectives de proveïment de gas a Europa: un joc d'equilibris*

*Europa i el propòsit de desvincular-se del petroli rus: un objectiu assolible a curt termini*

CaixaBank Research

**INFORME MENSUAL**
**Octubre 2022**

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
**Clàudia Canals i Nuria Bustamante**
Coordinadores 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:
6 d'octubre de 2022

# ÍNDEX

**1 EDITORIAL**

**3 LES CLAUS DEL MES**

**4 PREVISIONS**

**7 MERCATS FINANCERS**

9 *Bancs centrals i monedes digitals: una mirada al futur de l'efectiu*
Roser Ferrer

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL**

14 *Inflació als EUA: de definicions i de factors*
Clàudia Canals

**18 ECONOMIA ESPANYOLA**

20 *Canvis al mercat laboral a Espanya*
Nuria Bustamante i Sergio Díaz

**23 ECONOMIA PORTUGUESA**

24 *Portugal: tornen els riscos pressupostaris per al 2023*
Vânia Duarte

**27 DOSSIER: EUROPA EN CLAU ENERGÈTICA: DE LA GUERRA A LA TRANSICIÓ CLIMÀTICA**

27 *REPowerEU o com accelerar la transició energètica per sobreviure en el nou context geopolític*
Javier Garcia-Arenas i Rita Sánchez Soliva

29 *Perspectives de proveïment de gas a Europa: un joc d'equilibris*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster i Luís Pinheiro de Matos

31 *Europa i el propòsit de desvincular-se del petroli rus: un objectiu assolible a curt termini*
Beatriz Villafranca

# Entrant en zona de turbulències

L'enduriment de les condicions financeres provocat pels moviments dels bancs centrals en les últimes setmanes, l'elevada incertesa associada a un escenari energètic amb escassa visibilitat, l'augment de la inestabilitat financera i els primers senyals de refredament del consum anticipen els obstacles que haurà d'afrontar el cicle d'activitat en els propers trimestres, en especial a la zona de l'euro. L'abrupte gir monetari que s'ha produït des de l'estiu reflecteix que neutralitzar les pressions inflacionistes exigirà alguna cosa més que situar els tipus d'interès en zona neutral, i això, en particular a Europa, comporta un canvi important en les hipòtesis de partida dels escenaris econòmics, que, sumat a les tensions al mercat del gas, obliga a reestimar les previsions. En el nostre cas, hem revisat a la baixa en 1,5 p. p. la previsió de creixement mitjà a la zona de l'euro per al 2023 fins al 0,2% (l'1% a Espanya) i a l'alça la de la inflació en 1,4 p. p. fins al 5,1% (el 4,5% a Espanya). Aquest empitjorament de la combinació de creixement i inflació no fa més que reflectir la persistència d'elevats desequilibris entre oferta i demanda, la dilució de la qual s'està retardant més del que s'esperava. La notícia positiva és que la bretxa s'ha d'anar reduint, gràcies al refredament de la demanda ocasionat per les pujades de tipus d'interès i a la neteja gradual dels colls d'ampolla que ja es comença a detectar, la qual cosa, a partir de la primavera, hauria de propiciar una millora del comportament dels preus i de la capacitat de compra dels agents. En especial si, com sembla, aquesta fase de refredament es produeix sense un cost apreciable en termes d'ocupació i si la política econòmica evita qualsevol tipus de contagi al canal financer.

En aquest sentit, serà fonamental mantenir l'equilibri entre política monetària i política fiscal i ser conscients que, en els propers mesos, els mercats financers operaran en un règim de volatilitat i d'incertesa elevades, un caldo de cultiu perfecte per a episodis d'increment de la inestabilitat financera, com el que s'ha produït recentment al Regne Unit. L'anunci d'un minipaquet fiscal amb elevades retallades d'impostos (45.000 milions de lliures esterlines) en un context d'importants augments de la despesa pública per suavitzar la factura energètica va provocar una correcció intensa als mercats de deute públic i en la cotització de la lliura esterlina, més pròpia d'una economia emergent que d'un mercat tan líquid i profund com el britànic. Només la intervenció del Banc d'Anglaterra anunciant un programa de compra de bons durant dues setmanes i la marxa enrere del Govern britànic en la part més polèmica de les mesures van aconseguir calmar les aigües. Una vegada més, es posa de manifest que és fàcil perdre la credibilitat, en especial a l'inici del mandat d'un Govern, i el cost sol ser molt important en termes de prima de risc. Pot ser un avís per al nou Govern que es formi a Itàlia.

Per tant, amb la sensibilitat dels inversors a flor de pell, no sembla un bon moment perquè, des del costat fiscal, es posin pals a les rodes de l'exigent procés que estan afrontant els bancs centrals, sobretot quan els programes de compra de les autoritats monetàries es van reduint i quan variables com el dèficit públic estructural tornaran al radar dels mercats financers. D'aquesta manera, l'etapa del «cafè per a tothom» i de «facin amb el pressupost el que hagin de fer, però guardin les factures» (FMI *dixit*) donarà pas a l'ús de la cirurgia fiscal per ajudar els sectors i els agents més vulnerables davant el canvi de les condicions financeres i energètiques, però sense comprometre els equilibris pressupostaris a mitjà i a llarg termini. Entrem en zona de turbulències, on la volatilitat i la incertesa augmenten, on l'estabilitat macroeconòmica es torna a situar en el focus i on les imperícies dels pilots se solen pagar cares. En aquestes circumstàncies és quan es posa en valor la solidesa que comporta estar protegits pel paraigua de l'euro.

**José Ramón Díez**
Octubre 2022

# Cronologia

### SETEMBRE 2022

**8** Mor Isabel II d'Anglaterra després de 70 anys de regnat.
**16** La mort de Mahsa Amini provoca una onada de protestes multitudinàries a l'Iran.
**27** Sabotatge dels gasoductes Nord Stream 1 i 2.
**30** El Consell Europeu aprova mesures per reduir la demanda energètica.

### JULIOL 2022

**7** Dimissió de Boris Johnson com a primer ministre del Regne Unit.
**8** Assassinat de Shinzō Abe, exprimer ministre japonès.
**28** Dimissió de Mario Draghi com a primer ministre d'Itàlia.

### MAIG 2022

**7** Els talibans reintrodueixen el vel islàmic obligatori per a les dones.
**22-26** Fòrum Econòmic Mundial a Davos.
**25** Nou tiroteig massiu als EUA en una escola de primària.

### AGOST 2022

**Estiu 2022** Onades de calor i sequera a Europa i a altres països del món.
**Estiu 2022** Disrupcions d'energia de Rússia a Europa.
**31** Mor Mikhaïl Gorbatxov, l'últim president de l'URSS.

### JUNY 2022

**26** Cimera del G7 a Alemanya, on la guerra a Ucraïna i l'energia van ser els principals temes.
**28** Cimera de l'OTAN a Madrid, on s'assenyala Rússia com la màxima amenaça directa.
**30** Rússia avança en el control del Donbàs.

### ABRIL 2022

**1-31** Continua la guerra russo-ucraïnesa mentre Rússia suspèn el subministrament de gas a Bulgària i a Polònia. La Xina confina nombroses ciutats arran del nou brot de COVID.
**24** Emmanuel Macron és reelegit president de França.

# Agenda

### OCTUBRE 2022

**3** Portugal: producció industrial (agost).
**4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
**6-7** Consell Europeu.
**10** Espanya: comptes financers (2T).
**11** Portugal: xifra de negocis als serveis (agost).
**18** Xina: PIB (3T).
**20-21** Consell Europeu.
**24** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
Portugal: deute del sector no financer (agost).
**27** Espanya: enquesta de població activa (3T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
**28** Espanya: avanç del PIB (3T).
Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: ràting Fitch.
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
**31** Portugal: avanç del PIB (3T).
Zona de l'euro: PIB (3T).

### NOVEMBRE 2022

**1-2** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**3** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
Portugal: crèdit de nova concessió (setembre).
**4** Espanya: producció industrial (setembre).
**9** Portugal: ocupació (3T).
**15** Japó: PIB (3T).
**17** Portugal: indicadors coincidents (octubre).
**18** Portugal: ràting Moody's.
**25** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
**29** Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
**30** Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

# Les tres claus del nou escenari econòmic espanyol

El canviant entorn econòmic i geopolític actual ens ha obligat a revisar una vegada més l'escenari de previsions. A grans trets, hi ha tres claus que defineixen el nou quadre macroeconòmic de l'economia espanyola que hem elaborat a CaixaBank Research i que comparteixen la majoria dels organismes que han actualitzat les seves previsions. Primera, el ritme de creixement serà inferior al que contemplàvem, però no s'espera una recessió i, encara menys, una que sigui profunda o prolongada. Segona, l'impacte de la crisi energètica sobre l'economia espanyola, tot i que significatiu, és inferior al del conjunt de la zona de l'euro. I, tercera, la incertesa (un terme recurrent que, tot i haver-se convertit en un tòpic, està carregat de contingut) és i continuarà sent molt elevada. Anem a pams.

La previsió d'un menor ritme de creixement respon, sobretot, a la intensificació de la crisi energètica i a l'expectativa que serà més persistent del que s'esperava fa uns mesos. Un *shock*, per tant, exogen i difícilment predictible, però que avui dia apunta al fet que pressionarà més del previst la inflació (ara la situem en el 4,5% per al 2023) i que ja està obligant el BCE a augmentar el ritme de pujades dels tipus d'interès.

La combinació d'aquests tres factors, *shock* de l'energia, pressions inflacionistes i enduriment de les condicions financeres, frenarà el ritme d'avanç de forma especialment notable durant el segon semestre d'enguany i el 1T 2023. Els indicadors del 3T ja apunten en aquesta direcció. El consum de les llars s'ha afeblit a causa, sobretot, de la pèrdua del poder adquisitiu que comporta l'augment dels preus. No obstant això, a nivell agregat, ho està compensant la bona marxa del sector exterior, en especial del turisme. Així, és probable que el creixement del PIB se situï amb prou feines per damunt del 0% aquest trimestre, i és d'esperar que es mantingui en registres pròxims al 0% en el tram final d'enguany i al començament del 2023.

La velocitat a la qual l'economia es començarà a recuperar a la primavera és difícil d'anticipar. Durant el mes de setembre, els futurs del preu del gas han indicat que les tensions es mantindran en cotes elevades durant tot el 2023, i el BCE ha deixat clar que continuarà apujant els tipus d'interès fins ben entrat l'any. Per aquest motiu, el nostre escenari suposa que la recuperació serà gradual i situa el creixement de l'economia espanyola per al conjunt del 2023 al voltant de l'1%, gairebé 1 p. p. per damunt de la zona de l'euro.

El menor impacte de la crisi energètica sobre l'economia espanyola és degut, en gran part, a la baixa dependència del gas rus, a l'elevada diversificació dels seus proveïdors i, sobretot, a la seva elevada capacitat de regasificar gas natural liquat (Espanya disposa del 34% de la capacitat instal·lada a la UE), la qual cosa disminueix la pressió sobre els preus del gas que importa. Així, tot i que l'augment del preu de referència del gas a Espanya, el Mibgas, hagi estat molt intens, no ho ha estat tant com el del preu de referència al nord d'Europa, el TTF (de mitjana, el Mibgas es va situar un 35% per sota del TTF al setembre). Si duem la situació a l'extrem, la probabilitat que a Espanya s'hagin d'efectuar talls selectius de subministrament de gas és molt baixa, mentre que, al nord d'Europa, aquesta possibilitat és molt més real, amb tot el que això implica en termes d'incertesa.

Finalment, cal reiterar la dificultat de predir l'evolució dels principals condicionants de l'escenari, així com el seu impacte sobre el conjunt de l'economia. La incertesa que envolta el curs del conflicte geopolític entre Rússia i els països de l'OTAN, així com el seu impacte sobre el preu de l'energia i, en especial, del gas, es posa de manifest diàriament. Però l'evolució de les pressions inflacionistes és igualment incerta. És difícil predir la magnitud i la persistència dels efectes indirectes de l'encariment de l'energia i d'altres primeres matèries sobre la resta de béns de la cistella de consum, així com els potencials efectes de segona ronda que es podrien produir si el creixement dels salaris acaba sent superior. L'experiència recent dels països desenvolupats en aquest àmbit és escassa, de manera que no disposem de marcs de referència. Tot plegat, a més a més, fa que també sigui molt complex predir la política que han de seguir els bancs centrals. En gran part, això explica l'elevada volatilitat de les expectatives dels tipus d'interès en els últims mesos.

Tot i que la paraula «incertesa» sembli un terme recurrent amb el qual coronem les nostres anàlisis de situació i de perspectives econòmiques, s'ha de continuar prenent seriosament. És un dels principals atributs que defineixen l'escenari econòmic, i això pot tenir importants implicacions en la formulació de la política econòmica i en la presa de decisions de despesa i d'inversió.

**Oriol Aspachs**

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

## *Mercats financers*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TIPUS D'INTERÈS** | | | | | | | |
| **Dòlar** | | | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 3,43 | 0,68 | 1,75 | 0,25 | 0,25 | 4,50 | 4,75 |
| Líbor 3 mesos | 3,62 | 0,90 | 1,91 | 0,23 | 0,21 | 4,75 | 4,75 |
| Líbor 12 mesos | 3,86 | 1,40 | 1,97 | 0,34 | 0,52 | 4,90 | 4,50 |
| Deute públic 2 anys | 3,70 | 0,95 | 1,63 | 0,13 | 0,62 | 4,20 | 4,00 |
| Deute públic 10 anys | 4,70 | 2,61 | 1,86 | 0,93 | 1,45 | 3,80 | 3,50 |
| **Euro** | | | | | | | |
| Depo BCE | 2,05 | 0,26 | –0,50 | –0,50 | –0,50 | 2,00 | 2,50 |
| Refi BCE | 3,05 | 0,82 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2,50 | 3,00 |
| €STR | – | – | –0,54 | –0,56 | –0,58 | 1,92 | 2,47 |
| Euríbor 1 mes | 3,18 | 0,58 | –0,45 | –0,56 | –0,60 | 2,03 | 2,53 |
| Euríbor 3 mesos | 3,24 | 0,74 | –0,40 | –0,54 | –0,58 | 2,14 | 2,59 |
| Euríbor 6 mesos | 3,29 | 0,88 | –0,34 | –0,52 | –0,55 | 2,35 | 2,66 |
| Euríbor 12 mesos | 3,40 | 1,07 | –0,26 | –0,50 | –0,50 | 2,56 | 2,73 |
| **Alemanya** | | | | | | | |
| Deute públic 2 anys | 3,41 | 0,45 | –0,63 | –0,73 | –0,69 | 1,75 | 2,00 |
| Deute públic 10 anys | 4,31 | 1,70 | –0,27 | –0,57 | –0,31 | 2,00 | 2,70 |
| **Espanya** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,62 | 1,87 | –0,36 | –0,57 | –0,45 | 2,23 | 2,77 |
| Deute públic 5 anys | 3,91 | 2,39 | –0,09 | –0,41 | –0,25 | 2,47 | 3,04 |
| Deute públic 10 anys | 4,42 | 3,40 | 0,44 | 0,05 | 0,42 | 3,30 | 3,80 |
| Prima de risc | 11 | 171 | 71 | 62 | 73 | 130 | 110 |
| **Portugal** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,68 | 3,66 | –0,34 | –0,61 | –0,64 | 2,41 | 3,02 |
| Deute públic 5 anys | 3,96 | 4,30 | –0,12 | –0,45 | –0,35 | 2,70 | 3,28 |
| Deute públic 10 anys | 4,49 | 5,03 | 0,40 | 0,02 | 0,34 | 3,35 | 3,85 |
| Prima de risc | 19 | 334 | 67 | 60 | 65 | 135 | 115 |
| **TIPUS DE CANVI** | | | | | | | |
| EUR/USD (dòlars per euro) | 1,13 | 1,28 | 1,11 | 1,22 | 1,13 | 1,00 | 1,05 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,66 | 0,84 | 0,85 | 0,90 | 0,85 | 0,86 | 0,85 |
| **PETROLI** | | | | | | | |
| Brent ($/barril) | 42,3 | 81,6 | 65,2 | 50,2 | 74,8 | 95,0 | 94,0 |
| Brent (euros/barril) | 36,4 | 62,9 | 58,6 | 41,3 | 66,2 | 96,0 | 92,1 |

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 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CREIXEMENT DEL PIB** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,5 | 3,4 | 2,9 | –3,1 | 6,1 | 3,2 | 2,8 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,6* | *1,4* | *1,8* | *–4,5* | *5,2* | *2,4* | *1,1* |
| Estats Units | 2,7 | 1,6 | 2,3 | –2,8 | 5,9 | 1,6 | 1,1 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 0,8 | 1,6 | –6,2 | 5,3 | 3,1 | 0,2 |
| Alemanya | 1,6 | 1,3 | 1,1 | –4,1 | 2,6 | 1,6 | –0,2 |
| França | 2,2 | 0,9 | 1,9 | –7,9 | 6,8 | 2,5 | 0,6 |
| Itàlia | 1,5 | –0,4 | 0,5 | –9,1 | 6,6 | 3,4 | –0,2 |
| Portugal | 1,5 | 0,3 | 2,7 | –8,4 | 4,9 | 6,3 | 0,5 |
| Espanya | 3,7 | 0,5 | 2,0 | –11,3 | 5,5 | 4,5 | 1,0 |
| Japó | 1,4 | 0,5 | –0,4 | –4,6 | 1,7 | 1,5 | 1,7 |
| Regne Unit | 2,6 | 1,3 | 1,7 | –9,3 | 7,4 | 3,5 | –1,3 |
| ***Països emergents i en desenvolupament*** | *6,5* | *5,0* | *3,7* | *–2,0* | *6,8* | *3,6* | *4,0* |
| Xina | 10,6 | 8,2 | 6,0 | 2,2 | 8,1 | 3,0 | 5,2 |
| Índia | 7,2 | 7,0 | 4,5 | –6,7 | 9,0 | 7,3 | 6,0 |
| Brasil | 3,6 | 1,7 | 1,2 | –3,9 | 4,6 | 1,8 | 0,9 |
| Mèxic | 2,4 | 2,1 | –0,2 | –8,1 | 4,8 | 1,9 | 1,4 |
| Rússia | 7,2 | 1,2 | 2,2 | –2,7 | 4,8 | –8,1 | –3,2 |
| Turquia | 5,5 | 4,9 | 0,8 | 1,9 | 11,4 | 3,1 | 3,0 |
| Polònia | 4,2 | 3,5 | 4,8 | –2,1 | 6,0 | 5,6 | 2,6 |
| **INFLACIÓ** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,1 | 3,7 | 3,5 | 3,2 | 4,7 | 7,9 | 5,1 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,1* | *1,6* | *1,4* | *0,7* | *3,1* | *6,8* | *3,6* |
| Estats Units | 2,8 | 1,8 | 1,8 | 1,3 | 4,7 | 8,0 | 3,4 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 1,4 | 1,2 | 0,3 | 2,6 | 8,1 | 5,1 |
| Alemanya | 1,7 | 1,4 | 1,4 | 0,4 | 3,2 | 8,1 | 5,2 |
| França | 1,9 | 1,3 | 1,3 | 0,5 | 2,1 | 5,9 | 4,1 |
| Itàlia | 2,4 | 1,5 | 0,6 | –0,1 | 1,9 | 7,7 | 4,8 |
| Portugal | 3,1 | 1,2 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 7,9 | 5,7 |
| Espanya | 3,2 | 1,4 | 0,7 | –0,3 | 3,1 | 9,1 | 4,5 |
| Japó | –0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,0 | –0,2 | 2,2 | 1,9 |
| Regne Unit | 1,6 | 2,4 | 1,8 | 0,9 | 2,6 | 8,8 | 5,5 |
| ***Països emergents*** | *6,7* | *5,6* | *5,1* | *5,2* | *5,9* | *9,7* | *7,0* |
| Xina | 1,7 | 2,6 | 2,9 | 2,5 | 0,9 | 2,0 | 1,9 |
| Índia | 4,5 | 7,7 | 3,7 | 6,6 | 5,1 | 6,6 | 5,3 |
| Brasil | 7,3 | 5,9 | 3,7 | 3,2 | 8,3 | 10,5 | 5,1 |
| Mèxic | 5,2 | 4,2 | 3,6 | 3,4 | 5,7 | 7,2 | 4,7 |
| Rússia | 14,2 | 8,2 | 4,5 | 3,4 | 6,7 | 14,7 | 7,5 |
| Turquia | 22,6 | 9,1 | 15,2 | 12,3 | 19,6 | 69,3 | 36,4 |
| Polònia | 3,5 | 1,9 | 2,1 | 3,7 | 5,2 | 11,2 | 7,0 |

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 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 3,6 | –0,1 | 0,9 | –12,4 | 6,1 | –0,1 | –0,7 |
| Consum de les AP | 5,0 | 1,0 | 1,9 | 3,5 | 2,9 | –1,3 | 1,0 |
| Formació bruta de capital fix | 5,6 | –1,9 | 4,5 | –9,7 | 0,9 | 5,1 | 1,8 |
| Béns d'equipament | 4,9 | 0,0 | 2,1 | –13,3 | 6,3 | 5,0 | –1,3 |
| Construcció | 5,7 | –3,8 | 7,2 | –10,2 | –3,7 | 4,9 | 3,9 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 4,6 | –0,4 | 1,9 | –8,6 | 4,3 | 0,7 | 0,2 |
| Exportació de béns i serveis | 4,7 | 2,9 | 2,2 | –19,9 | 14,4 | 18,5 | 2,6 |
| Importació de béns i serveis | 7,0 | 0,1 | 1,3 | –14,9 | 13,9 | 7,0 | 0,7 |
| **Producte interior brut** | **3,7** | **0,5** | **2,0** | **–11,3** | **5,5** | **4,5** | **1,0** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 3,2 | –0,7 | 2,6 | –7,6 | 6,6 | 3,2 | 0,5 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 10,5 | 20,0 | 14,1 | 15,5 | 14,8 | 12,8 | 13,1 |
| Índex de preus de consum | 3,2 | 1,4 | 0,7 | –0,3 | 3,1 | 9,1 | 4,5 |
| Costos laborals unitaris | 3,0 | 0,3 | 3,1 | 5,0 | 0,7 | 1,1 | 2,7 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –5,9 | –0,5 | 2,1 | 0,8 | 0,9 | 0,1 | 1,3 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –5,2 | –0,1 | 2,4 | 1,2 | 1,9 | 1,1 | 2,2 |
| Saldo públic (% PIB) [1] | 0,3 | –6,9 | –3,1 | –10,3 | –6,9 | –5,0 | –4,8 |

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

Previsions

## *Economia portuguesa*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 1,7 | 0,3 | 3,3 | –7,1 | 4,5 | 4,6 | 0,5 |
| Consum de les AP | 2,3 | –0,5 | 2,1 | 0,4 | 4,1 | 1,8 | –0,2 |
| Formació bruta de capital fix | –0,4 | –1,3 | 5,4 | –2,7 | 6,4 | 3,0 | 3,5 |
| Béns d'equipament | 3,2 | 2,7 | 1,6 | –6,2 | 13,2 | – | – |
| Construcció | –1,5 | –3,6 | 7,7 | 1,6 | 4,0 | – | – |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 1,3 | –0,2 | 3,0 | –5,6 | 5,2 | 4,2 | 0,9 |
| Exportació de béns i serveis | 5,2 | 3,9 | 4,1 | –18,6 | 13,1 | 17,2 | 4,6 |
| Importació de béns i serveis | 3,6 | 2,4 | 4,9 | –12,1 | 12,9 | 11,0 | 5,5 |
| **Producte interior brut** | **1,5** | **0,3** | **2,7** | **–8,4** | **4,9** | **6,3** | **0,5** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 0,4 | –0,6 | 1,2 | –1,9 | 2,8 | 1,6 | –0,3 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 6,1 | 11,8 | 6,6 | 7,0 | 6,6 | 5,9 | 6,4 |
| Índex de preus de consum | 3,1 | 1,2 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 7,9 | 5,7 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –9,2 | –3,2 | 0,4 | –1,2 | –1,1 | –2,2 | –1,1 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –7,7 | –1,9 | 1,2 | 0,1 | 0,7 | 2,1 | 2,1 |
| Saldo públic (% PIB) | –4,6 | –5,6 | 0,1 | –5,8 | –2,8 | –1,9 | –1,4 |

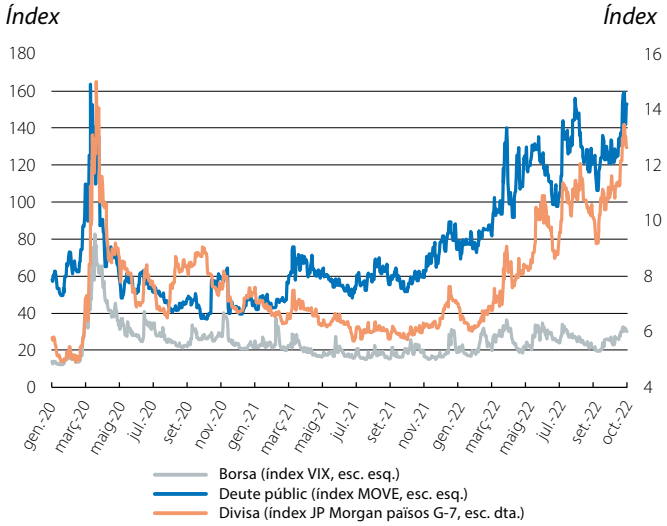
Previsions

# Període de turbulència als mercats financers

**La volatilitat s'amplia**. El retorn de l'estiu es va caracteritzar per un fort repunt de la volatilitat als mercats financers en un context d'elevada incertesa i de menor apetència pel risc. A la intensificació del conflicte amb Rússia i al ràpid deteriorament dels indicadors macroeconòmics a escala mundial, es va sumar l'anunci d'un pla d'estímul fiscal al Regne Unit que va fer detonar les alertes dels inversors sobre la coordinació de la política econòmica i sobre la sostenibilitat del deute sobirà. Es tem que un canvi de biaix cap a una política fiscal expansiva pugui requerir ser compensat amb una major restricció de la política monetària. En aquest sentit, els bancs centrals van mantenir el focus en el risc inflacionista amb pujades substancials dels tipus oficials i amb senyals d'ajustos addicionals en els propers mesos. Així, al setembre, els tipus d'interès implícits als mercats monetaris van mostrar una revisió a l'alça en les expectatives dels tipus oficials, la qual cosa va desencadenar un tensionament generalitzat de les condicions financeres, més notable en el fort repunt dels tipus del deute sobirà i en l'enfortiment del dòlar. Les turbulències i les disrupcions en alguns mercats van donar lloc a intervencions inesperades per part d'algunes autoritats monetàries.

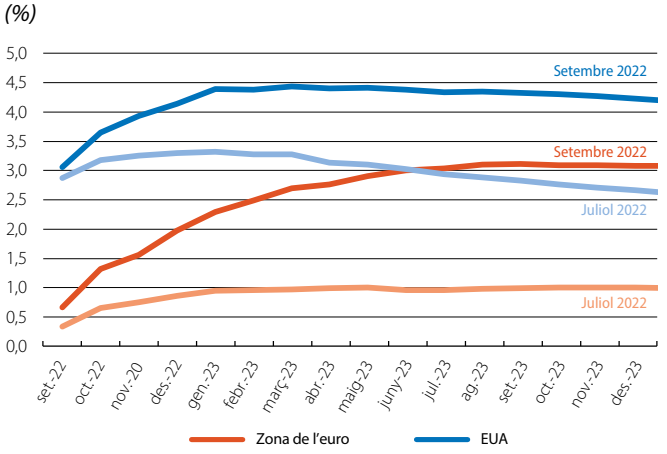
**El BCE i la Fed endureixen el to i apugen de forma notable els tipus d'interès**. Després de la continuïtat de les pressions inflacionistes durant l'estiu, els inversors van intensificar encara més el focus d'atenció en les respectives reunions del BCE i de la Fed del setembre. D'una banda, l'entitat europea va decidir apujar els tipus d'interès oficials en 75 p. b., quelcom no vist en la seva història. Va justificar l'augment per l'elevada inflació de la zona de l'euro i per l'expectativa que aquesta romangui per damunt del 2% durant un període llarg de temps, motiu pel qual Christine Lagarde va anticipar més pujades de tipus en els propers mesos, «més de dos i menys de cinc», segons la presidenta. L'enduriment de les condicions financeres va anar acompanyat d'una profunda revisió a la baixa de les previsions econòmiques de la zona de l'euro per a la segona meitat del 2022 i el 1T 2023. Per la seva banda, la Fed també va decidir de forma unànime apujar els tipus d'interès 75 p. b. (fins a l'interval 3,00%-3,25%) i es va endinsar en terreny restrictiu (per damunt del 2,5%, nivell que el banc central considera neutral). Estima que les pressions inflacionistes es mantindran molt elevades en els propers mesos, i, amb el compromís de restablir l'estabilitat de preus, Jerome Powell va mostrar la forta determinació dels membres de la Fed de continuar endurint la política monetària fins que hi hagi una clara tendència a la baixa en els preus i malgrat que pugui perjudicar el creixement econòmic. Segons el votant mitjà del FOMC, serien necessàries pujades dels tipus d'1,25 p. p. enguany i de 0,25 p. p. el 2023 per assolir el nivell desitjat d'enduriment monetari. A la resta d'economies avançades, els bancs centrals d'Anglaterra, de Suïssa, del Canadà i de Suècia també van optar per apujar els tipus d'interès (50, 75 i 100 p. b., respectivament), en un intent per neutralitzar l'auge dels preus

### *Volatilitat implícita als mercats financers*



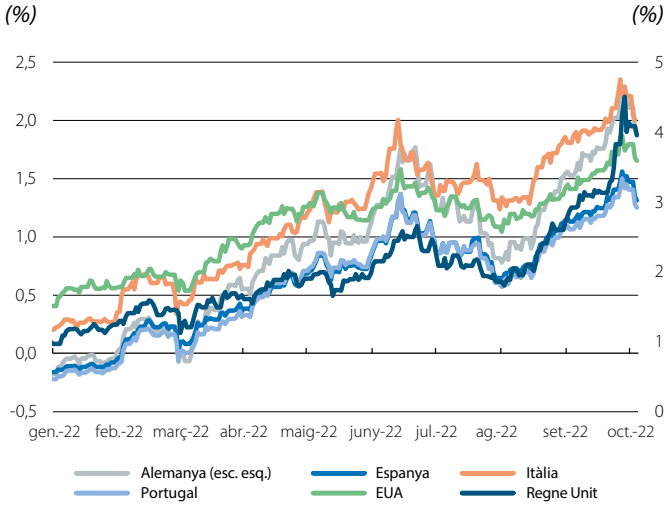

***Nota:*** *Dades a 3 d'octubre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

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




***Notes:*** Forwards *sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat. Dades a 30 de setembre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys*




***Notes:*** *Els EUA, el Regne Unit, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta. Dades a 3 d'octubre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

al consum i evitar un deteriorament més sever de les seves divises enfront del dòlar.

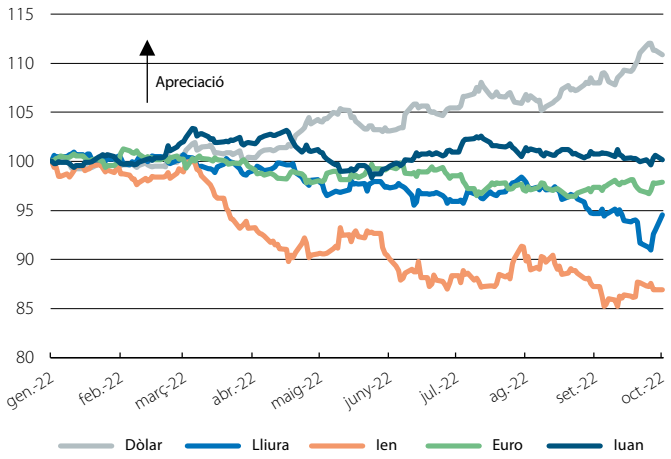
**La rendibilitat del deute sobirà puja enmig de la volatilitat.** La confirmació dels plans monetaris més agressius als EUA i a la zona de l'euro va sacsejar els mercats de renda fixa. En els dos casos, les corbes de govern van experimentar alces notables de rendibilitat al setembre, amb especial rellevància en els trams més curts (+79 p. b., fins al 4,28%, el *treasury* a 2 anys i +56 p. b., fins a l'1,76%, el Schatz alemany a 2 anys), guiades per les expectatives dels inversors sobre la quantia i sobre la rapidesa de les pujades dels tipus d'interès per part dels bancs centrals. A la zona de l'euro, les primes de risc es van mantenir relativament estables, malgrat l'increment puntual del diferencial italià en les sessions posteriors a les eleccions presidencials. A Europa, una gran part de l'atenció es va centrar encara en el descens brusc dels preus dels bons britànics després de l'anunci del Govern d'una baixada d'impostos històrica en els cinc propers anys (160.000 milions de lliures). Atesa la percepció creixent d'inestabilitat econòmica i financera generada per l'anunci, el Banc d'Anglaterra va intervenir al mercat de bons i es va comprometre a comprar bons sobirans (*gilts*) a llarg termini per valor de 65.000 milions de lliures. En les primeres sessions d'octubre, aquesta actuació i l'empitjorament d'algunes dades d'activitat als EUA van ajudar a rebaixar la pressió alcista sobre les corbes sobiranes mundials.

**El dòlar amplia el seu avanç.** La pujada dels *fed funds*, el deteriorament de les perspectives de creixement global per la guerra a Ucraïna i la crisi energètica van continuar alimentant la fortalesa del dòlar fins a màxims en gairebé dues dècades. Aquesta situació va dur diversos bancs centrals a haver d'intervenir per aturar la depreciació de les seves divises, com el Banc del Japó (per primera vegada des del 1998) o el d'Anglaterra, que va aconseguir donar un cert suport a la lliura amb la compra de bons. Els bancs centrals dels països emergents també van redoblar la vigilància arran de la depreciació de les seves divises, i el Banc Popular de la Xina fins i tot va advertir d'una possible intervenció per defensar l'estabilitat del iuan.

**Les borses i el petroli acumulen nous descensos.** En aquest context, l'aversió al risc es va imposar, i els principals índexs borsaris van acabar el setembre amb nous descensos en el total del mes (S&P 500, el –24,8%, i l'EuroStoxx 50, el –22,8%, en l'any), arran de l'impacte que el tensionament de les condicions financeres i econòmiques tindrà sobre els marges empresarials. Als mercats de primeres matèries, els dubtes sobre el creixement econòmic mundial i la resistència del dòlar també van determinar la trajectòria a la baixa del preu del barril de Brent, fins als nivells anteriors a l'inici de la guerra. Així mateix, l'augment de les reserves de gas natural a la UE de cara a l'hivern va permetre la moderació dels preus del gas natural (TTF holandès), malgrat la interrupció del subministrament a través del Nord Stream 1. No obstant això, al començament d'octubre, els primers signes d'alentiment de l'economia nord-americana van beneficiar el sentiment dels inversors cap als actius de risc, en considerar la possibilitat que la Fed hagi de contenir el ritme de les pujades dels tipus d'interès.

### *Divises: tipus de canvi nominal efectiu*

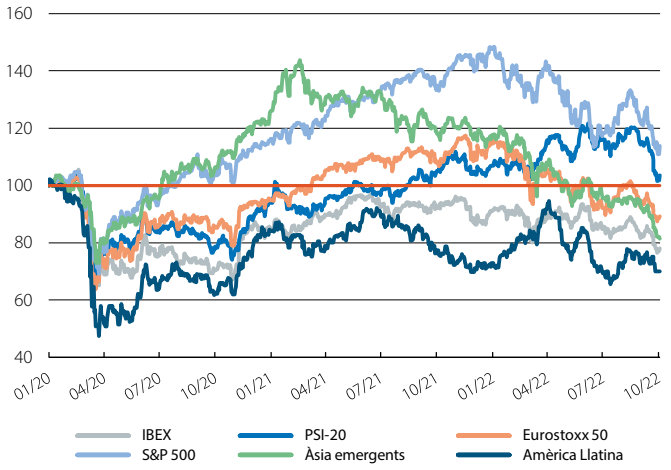
*Índex (100 = gener 2022)*




***Nota:*** *Dades a 3 d'octubre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Principals borses internacionals*

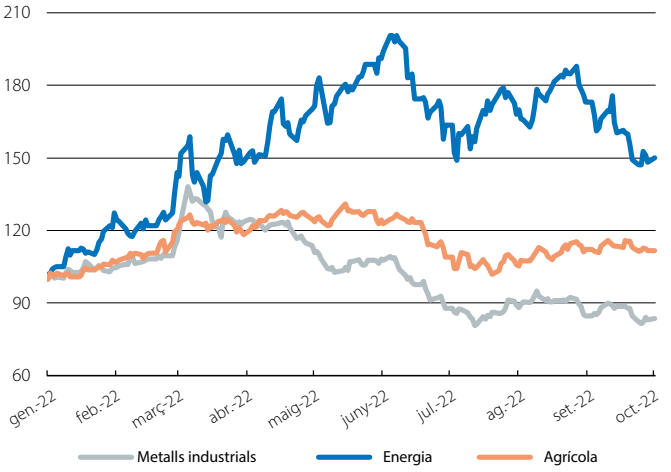
*Índex (100 = gener 2020)*




***Nota:*** *Dades a 3 d'octubre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Índex de preus de les primeres matèries*

*(100 = gener 2022)*




***Nota:*** *Dades a 3 d'octubre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

# Bancs centrals i monedes digitals: una mirada al futur de l'efectiu

Cada vegada més bancs centrals estan valorant la possibilitat d'emetre una moneda digital pròpia (o CBDC, per les sigles en anglès).[1] El 2021, segons una enquesta del BIS, nou de cada deu bancs centrals estaven explorant de manera activa les CBDC (vegeu el primer gràfic). A més a més, els projectes de CBDC es troben en fases cada vegada més avançades, i el 26% dels bancs centrals ja estan desenvolupant proves pilot (el 2018, aquesta xifra era del 8%).

### Per què els bancs centrals exploren l'emissió de CBDC?

En primer lloc, l'emissió d'una moneda digital pròpia es planteja com una manera de mantenir la sobirania monetària i l'estabilitat financera. En concret, l'aparició de monedes digitals àmpliament acceptades i controlades per països o per empreses estrangeres (com el iuan digital a la Xina o una *stablecoin* privada amb elevat potencial d'adopció) erosionaria la capacitat del banc central de controlar l'oferta monetària i els tipus d'interès.[2]

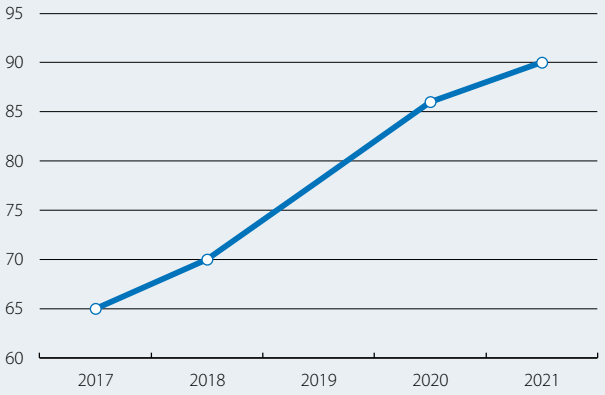
En segon lloc, en algunes jurisdiccions (com la UE), l'emissió d'una CBDC com instrument de pagament podria servir per impulsar l'autonomia en un sector estratègic com el dels mitjans de pagament, les infraestructures bàsiques dels quals estan controlades per proveïdors estrangers.

En tercer lloc, amb la digitalització de l'economia, l'ús de l'efectiu com a mitjà de pagament s'ha reduït de forma notable en favor de solucions de pagament electròniques (vegeu el segon gràfic). A la zona de l'euro, segons les dades del BCE, el pes de l'efectiu sobre el total de pagaments als comerços va assolir el 30% el 2021 (comparat amb el 45% d'una dècada enrere). Atesa aquesta tendència, que la pandèmia ha accelerat,[3] l'emissió d'una CBDC seria una manera d'assegurar que els ciutadans i les empreses continuen tenint accés a diners emesos pel seu banc central en l'era digital.

En quart lloc, en economies emergents, l'interès per les CBDC s'explica, en gran part, per motius d'inclusió financera. En concret, hi ha opcions de disseny de CBDC que podrien abordar algunes de les barreres que frenen la inclusió financera. Per exemple, interfícies dissenyades de forma específica per als grups més desatesos (targetes intel·ligents, funcionalitat *offline*), o mitjançant la interoperabilitat domèstica i transfronterera amb altres mitjans de pagament (la qual cosa augmentaria les opcions de pagament i reduiria els costos per als usuaris).

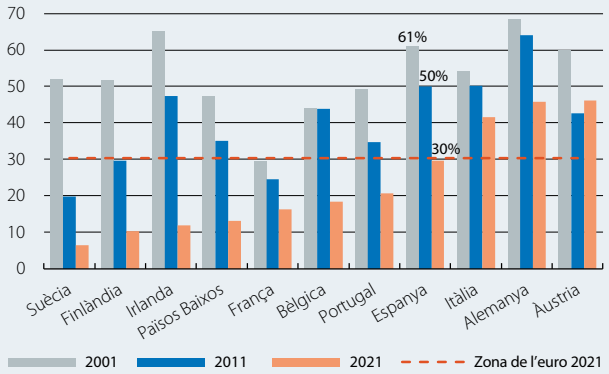
Finalment, els bancs centrals, en especial a les economies emergents, consideren que les CBDC podrien contribuir a millorar els pagaments internacionals, en termes d'eficiència i de cost. En concret, consideren que podrien millorar alguns dels punts febles dels sistemes de pagament actuals, com les limitacions horàries (les CBDC serien accessibles 24/7) o les llargues cadenes d'intermediació.

***Proporció de bancs centrals amb algun projecte de moneda digital (CBDC) ****




***Nota:*** ** Projecte de recerca, prova de concepte o pilot.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de «BIS surveys on central bank digital currencies».*

***Pes de l'efectiu en els pagaments* retail ***
*(%)*




***Nota:*** ** Import de les retirades d'efectiu en caixers, en percentatge del total de retirades d'efectiu en caixers i de pagaments amb targeta als TPV.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

1. *Central Bank Digital Currency*. Es tracta de diners emesos pel banc central, en format digital, denominats en la unitat de compte d'un país, que difereixen d'altres mitjans de pagament electrònics (per exemple, les targetes) perquè representen un passiu del banc central i no d'una institució privada.
2. Vegeu l'article «La política e-monetària de la nova economia digital», al Dossier de l'IM10/2019.
3. Segons un estudi del BCE (2020), el 41% dels enquestats declaraven haver reduït l'ús de l'efectiu durant la pandèmia, i la majoria afirmaven que, en el futur, continuarien pagant menys en efectiu.

**Les CBDC a Europa: l'arribada de l'euro digital**

A nivell europeu, el BCE també està analitzant l'emissió d'una CBDC com a complement de l'efectiu, amb la vista posada en un possible llançament el 2025-2026. En concret, el BCE està estudiant els avantatges i els riscos d'emetre un euro digital, està perfilant elements bàsics del seu disseny i està analitzant com es podria distribuir al públic en general i quins usos podria cobrir. Un cop finalitzada l'actual fase de recerca (octubre del 2023), el BCE decidirà si comença a desenvolupar un euro digital.

Mentrestant, les publicacions i els discursos d'alguns membres del Comitè Executiu del BCE ofereixen algunes pistes sobre com podria ser. Així, com l'efectiu, l'euro digital representaria un dret de cobrament directament davant el banc central (i no davant els bancs, com en el cas dels dipòsits). En canvi, compartiria amb els dipòsits el fet de tenir un format digital que permetria efectuar pagaments en entorns físics i digitals mitjançant l'ús de dispositius intel·ligents (per exemple, un *wallet* en un telèfon mòbil o una *smart card*).

Així mateix, el BCE contempla que siguin els intermediaris autoritzats (entre d'altres, els bancs) els que distribueixin i custodiïn els euros digitals dels seus clients. També, per a una primera fase de llançament, el BCE contempla quatre possibles usos de l'euro digital. El primer d'ells (pagaments entre pars *offline*) seria comparable a l'intercanvi d'efectiu, en què només intervenen el pagador i el receptor dels diners, sense un tercer que validi la transacció (tot i que, a la pràctica, es desconeix com funcionaria). Els altres usos plantejats són comparables als que ja cobreixen les solucions de pagaments digitals actuals: pagaments en línia entre pars validats per un tercer, pagaments en *e-commerce* i pagaments en comerços en punts de venda físics. I, en funció del disseny final, l'euro digital podria incorporar funcionalitats més avançades (com programabilitat en pagaments).

Addicionalment, el BCE està explorant opcions que garanteixin un cert grau de privacitat, per equiparar-lo a l'efectiu. En aquest sentit, es descarta el ple anonimat dels usuaris, ja que això impediria evitar el blanqueig de capitals. No obstant això, en funció del disseny i de l'ús, es planteja un major o menor grau de traçabilitat de les transaccions i dels usuaris. Per exemple, en pagaments entre pars *offline* o en transaccions en línia fins a un cert llindar, es planteja que les transaccions es puguin dur a terme sense registrar la identitat de les parts.

Finalment, el BCE també ha de perfilar el disseny de l'euro digital per minimitzar els riscos sobre l'estabilitat financera. En representar un dret de cobrament davant el BCE i no davant els bancs, l'euro digital serà un actiu lliure de risc. Aquesta característica, afegida a la seva capacitat de ser utilitzat en entorns digitals, el convertiria en un bon competidor dels dipòsits bancaris per la liquiditat dels clients. En aquest sentit, si aquests clients desvien una part dels seus ingressos i la operativa dels seus dipòsits bancaris al *wallet* de l'euro digital, això podria tenir importants implicacions per al sistema financer. En concret, la capacitat de concessió de crèdit dels bancs a l'economia es podria veure limitada (tant pels costos de finançament més elevats com per la menor capacitat d'avaluació del risc derivada de la pèrdua d'informació sobre la transaccionalitat). A més a més, en moments d'incertesa, es podrien produir fugides de dipòsits cap a l'euro digital, la qual cosa podria generar episodis d'inestabilitat financera. Dit això, l'adopció de l'euro digital i la magnitud del transvasament des dels dipòsits dependran de la seva usabilitat com a mitjà de pagament (quins usos cobreix i com es compara amb les solucions de pagament actuals) i de la seva capacitat com a reserva de valor.

El BCE és conscient d'aquests riscos i busca evitar que l'euro digital sigui utilitzat com a vehicle d'inversió, amb la finalitat de limitar el transvasament des dels dipòsits i de garantir la transmissió de la política monetària. I, per aquest motiu, disposa de dues palanques. D'una banda, oferir una remuneració en euro digital inferior a la dels dipòsits bancaris. De l'altra, imposar límits als saldos en euro digital i a la convertibilitat dels dipòsits bancaris a euro digital en un període determinat. Segons el BCE, és probable que el disseny final de l'euro digital inclogui una combinació d'aquestes eines.

En definitiva, les CBDC s'estan obrint pas en diverses parts del món, també a Europa. I, malgrat que encara cal detallar molts aspectes i que el seu llançament no serà immediat, és d'esperar que el projecte de l'euro digital es materialitzi a mitjà termini.

*Roser Ferrer*

## *Tipus d'interès (%)*

| | 30-setembre | 31-agost | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2022 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Zona de l'euro** | | | | | |
| Refi BCE | 1,25 | 0,50 | 75 | 125,0 | 125,0 |
| Euríbor 3 mesos | 1,17 | 0,65 | 52 | 174,5 | 172,0 |
| Euríbor 12 mesos | 2,56 | 1,78 | 78 | 305,7 | 304,4 |
| Deute públic a 1 any (Alemanya) | 1,71 | 0,67 | 104 | 235,0 | 237,3 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | 1,76 | 1,20 | 56 | 237,9 | 246,2 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 2,11 | 1,54 | 57 | 228,5 | 233,2 |
| Deute públic a 10 anys (Espanya) | 3,29 | 2,74 | 55 | 272,4 | 286,6 |
| Deute públic a 10 anys (Portugal) | 3,18 | 2,63 | 55 | 271,0 | 285,4 |
| **EUA** | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 3,25 | 2,50 | 75 | 300,0 | 300,0 |
| Líbor 3 mesos | 3,75 | 3,10 | 66 | 354,6 | 362,2 |
| Líbor 12 mesos | 4,78 | 4,22 | 56 | 419,7 | 454,6 |
| Deute públic a 1 any | 3,93 | 3,48 | 45 | 355,7 | 385,9 |
| Deute públic a 2 anys | 4,28 | 3,49 | 79 | 354,7 | 401,5 |
| Deute públic a 10 anys | 3,83 | 3,19 | 64 | 231,9 | 236,7 |

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

| | 30-setembre | 31-agost | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2022 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| Itraxx Corporatiu | 135 | 120 | 16 | 87,6 | 85,3 |
| Itraxx Financer Sènior | 148 | 129 | 19 | 93,6 | 91,7 |
| Itraxx Financer Subordinat | 272 | 241 | 31 | 163,6 | 161,0 |

## *Tipus de canvi*

| | 30-setembre | 31-agost | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| EUR/USD (dòlars per euro) | 0,980 | 1,005 | –2,5 | –13,8 | –15,5 |
| EUR/JPY (iens per euro) | 141,880 | 139,700 | 1,6 | 8,4 | 10,2 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,878 | 0,865 | 1,4 | 4,3 | 2,5 |
| USD/JPY (iens per dòlar) | 144,740 | 138,960 | 4,2 | 25,8 | 30,3 |

## *Primeres matèries*

| | 30-setembre | 31-agost | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Índex CRB de primeres matèries | 559,5 | 585,0 | –4,4 | –3,3 | 0,6 |
| Brent ($/barril) | 88,0 | 96,5 | –8,8 | 13,1 | 32,4 |
| Or ($/unça) | 1.660,6 | 1.711,0 | –2,9 | –9,2 | –5,7 |

## *Renda variable*

| | 30-setembre | 31-agost | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 (EUA) | 3.585,6 | 3.955,0 | –9,3 | –24,8 | –17,7 |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | 3.318,2 | 3.517,3 | –5,7 | –22,8 | –17,8 |
| Ibex 35 (Espanya) | 7.366,8 | 7.886,1 | –6,6 | –15,5 | –16,3 |
| PSI 20 (Portugal) | 5.302,8 | 5.995,2 | –11,6 | –4,8 | –3,2 |
| Nikkei 225 (Japó) | 25.937,2 | 28.091,5 | –7,7 | –9,9 | –9,8 |
| MSCI emergents | 875,8 | 994,1 | –11,9 | –28,9 | –29,7 |

# Vents de recessió

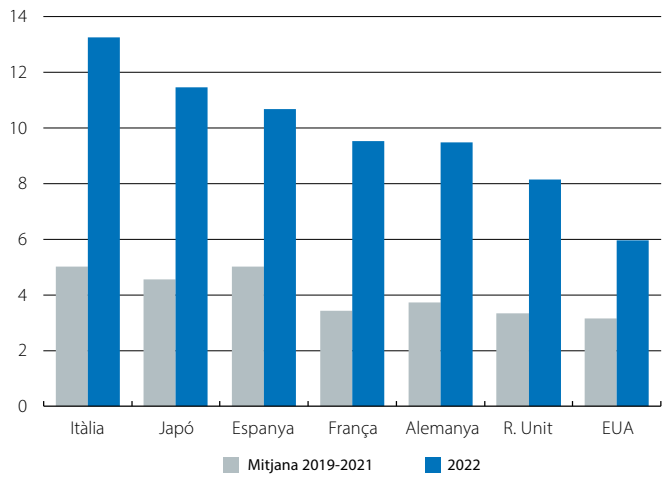
**L'economia mundial s'enfronta a un hivern dur**. El creixement mundial pot haver estat encara positiu en el 3T 2022, gràcies al repunt estimat per a la Xina després dels tancaments del 2T 2022. No obstant això, el deteriorament substancial que a nivell global mostren les principals enquestes de clima i d'opinió empresarial apunta a un panorama molt més fosc de cara als propers mesos. Les condicions financeres s'han tensionat de manera significativa, a conseqüència de la resposta dels principals bancs centrals per controlar una inflació al voltant de màxims històrics a bona part de les economies desenvolupades, i tot apunta a noves pujades de tipus en els propers mesos. El mercat residencial ja comença a notar l'impacte d'aquesta pujada de tipus, i l'encariment de les hipoteques afectarà les decisions de despesa de les famílies, ja molt condicionades pel fort encariment de la factura energètica i d'altres béns. Ara com ara, el mercat de treball resisteix, i, a bona part de les economies desenvolupades, la taxa d'atur se situa en mínims de gairebé 20 anys. No obstant això, es comencen a observar senyals de moderació en el ritme de generació d'ocupació, i, a Europa, el BCE ja ha assenyalat que les pujades de tipus afectaran negativament el mercat de treball. Així mateix, entre els emergents, la Xina continua mostrant avanços molt inferiors als que ens tenia acostumats en un context de clar deteriorament del mercat immobiliari.

**Als Estats Units, augmenten els riscos per al creixement en els propers mesos**. Les caigudes registrades pel PIB en la primera meitat de l'any van ser degudes, en bona part, a la disminució de les existències, un component molt volàtil i que hauria de contribuir en positiu en la segona meitat de l'any. En canvi, la fortalesa del mercat de treball, de la despesa de les famílies i de diversos indicadors d'activitat industrial confirmava la resiliència de la demanda interna. No obstant això, el deteriorament del context global, la fortalesa del dòlar i les pujades de tipus addicionals incrementaran de forma notable els riscos a la baixa per a l'any vinent i augmentaran les probabilitats que el país entri en una recessió «real». D'aquesta manera, abaixem la previsió per al còmput anual del 2022 (fins a l'1,6%) i ens reafirmem en anticipar un creixement modest de l'1,1% el 2023. Tot i que, ara com ara, confiem que l'economia pugui mantenir taxes d'avanç positives, preveiem creixements moderats i clarament inferiors al potencial en el proper any i mig. Pel que fa a la inflació, estimem el 3,4% de mitjana el 2023, gairebé sense canvis en relació amb l'informe anterior.

**Europa no podrà evitar entrar en recessió en els propers mesos**. El tall total en el subministrament de gas rus a través del Nord Stream 1, principal via de subministrament, i la nul·la probabilitat que es pugui reprendre en els propers mesos per la ruptura de canonades del Nord Stream 1 i 2 intensificaran la crisi energètica que ja està patint Europa. D'uns quants mesos ençà, les economies de la regió es preparen per afrontar una situació de tall de subministrament, la qual cosa es tradueix en un nivell de reserves de la UE que, ja al final de setembre, gairebé se situava, de mitjana, en el 90% de la capacitat total, de manera que s'assolia amb dos mesos d'antelació la meta establerta per al novembre.

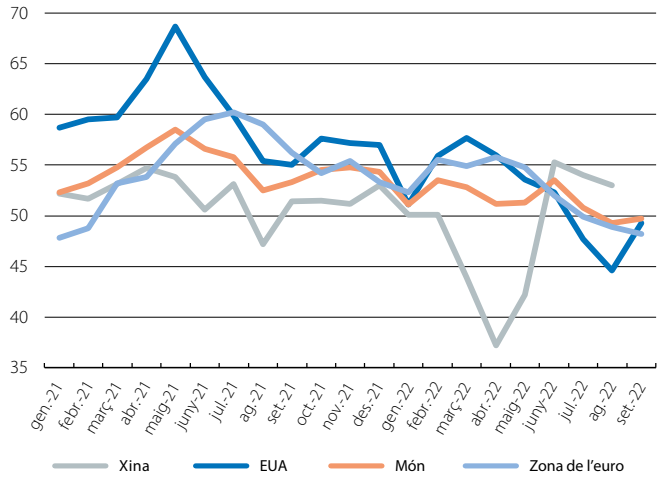
**La crisi energètica, al centre del deteriorament europeu**. Així i tot, al ritme actual, aquest important nivell de reserves ja assolit amb prou feines cobreix tres mesos de consum, la qual cosa explica que la Comissió continuï insistint en la necessitat d'estalviar per evitar racionaments d'energia durant l'hivern: segons les

### *Global: despesa en energia*
*(% del PIB)*



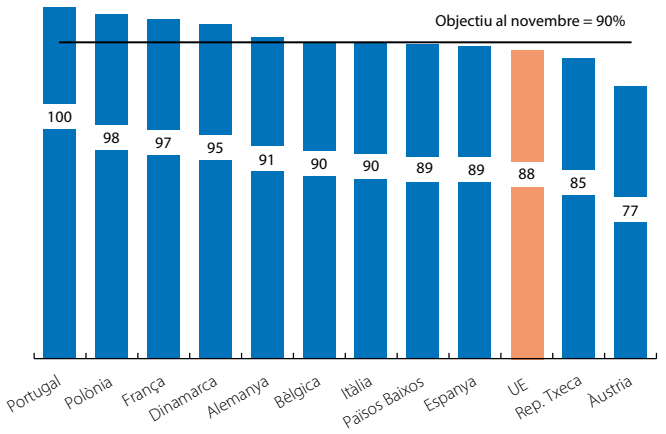

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

### *Global: PMI compost*
*Nivell*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de PMI™, via Refinitiv.*

### *UE: emmagatzematge de gas **
*(% de la capacitat total)*




***Nota:*** ** Dades a l'11 de setembre del 2022.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Aggregated Gas Storage Inventory.*

estimacions de CaixaBank Research, un ajust del consum d'energia del 7% permetria arribar al març del 2023 amb les reserves de la UE al 10% (vegeu l'article «Perspectives de proveïment de gas a Europa: un joc d'equilibris», al Dossier d'aquest informe). A més a més, aquesta acumulació important de gas s'ha aconseguit a canvi de pagar pels subministraments alternatius al gas rus uns preus extraordinàriament elevats. A més a més, els governs continuen implementant mesures per mitigar l'impacte dels elevats preus de l'energia sobre les famílies i les empreses, la qual cosa tindrà un impacte negatiu sobre uns comptes públics ja castigats per les mesures implementades durant la COVID.

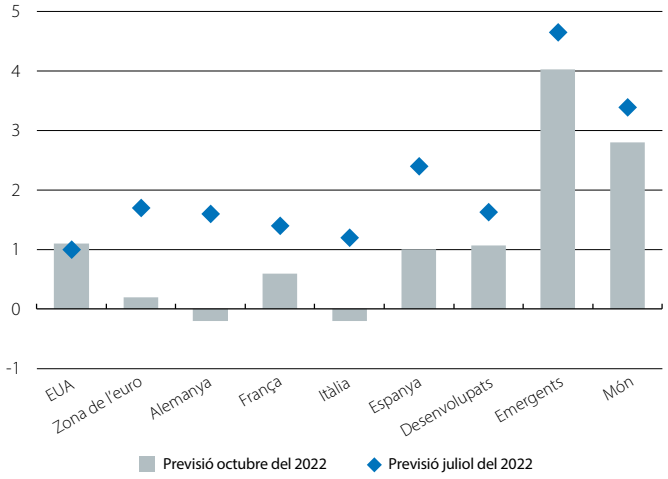
**Atesa la gravetat de la situació, la Comissió ha dissenyat una estratègia comuna per reduir la factura energètica**. Entre les mesures contemplades, destacarien: fixar un topall per al preu de gas al qual poden facturar les productores d'energia «marginals» i aplicar un impost del 33% sobre els beneficis extraordinaris de les empreses d'energia fòssil. Els fons extra obtinguts amb aquestes dues iniciatives (estimats en uns 140.000 milions d'euros) serien redirigits per cada Estat a les llars i a les empreses més afectades per l'escalada dels preus de l'energia.

**Nou escenari macroeconòmic a Europa: menys creixement i més inflació**. Sembla que el context s'ha deteriorat de manera substancial per a Europa des de l'estiu, la qual cosa es reflecteix en les fortes caigudes registrades pels principals indicadors de clima empresarial, en la majoria dels casos, fins a nivells compatibles amb caigudes de l'activitat. En conseqüència, revisem substancialment a la baixa el creixement previst per a la zona de l'euro, un cop assumit que el PIB caurà en el 4T 2022 i en el 1T 2023 i que, a partir de la primavera, la recuperació serà molt modesta i fràgil. En concret, per al conjunt de la zona de l'euro, i després d'un creixement del 3,1% el 2022, el nostre nou escenari planteja un creixement mitjà del 0,2% el 2023 (1,5 p. p. per sota de la nostra previsió a l'estiu). A més a més, hi haurà diferències significatives per països: entre les grans economies, Alemanya i Itàlia lideraran les caigudes d'activitat en els propers trimestres, mentre que França i Espanya es veurien molt menys afectades. Quant a la inflació, revisem notablement a l'alça la nostra estimació, després de les pujades recents en els preus del gas, i la magnitud de la revisió seria bastant similar per països.

**El Regne Unit anuncia la major rebaixa fiscal en 50 anys**. El Govern de la nova primera ministra, Liz Truss, ha presentat un ambiciós «pla de creixement», amb el qual pretén situar el creixement tendencial en el 2,5%. Aquest pla es basa en tres pilars: reformes per incrementar l'oferta, responsabilitat fiscal i reducció d'impostos. De fet, proposa una retallada d'impostos de 160.000 milions de lliures fins al 2027, principalment a través (i) de la cancel·lació de la pujada de l'impost de societats (es manté en el 19%, molt per sota del 23,5% de mitjana de l'OCDE) i (ii) de la reversió de l'increment d'1,25 p. p. en les cotitzacions a la Seguretat Social. Addicionalment, s'aprovarà una despesa d'uns 60.000 milions de lliures per als sis propers mesos per compensar les empreses i les llars per la forta pujada de la factura energètica, la qual cosa incrementarà de forma substancial el dèficit fiscal en l'exercici 2022-2023. El fort impacte que aquest pla tindrà sobre les dinàmiques del deute britànic ha generat importants turbulències als mercats de deute europeus i ha dut la lliura a mínims històrics de cotització en relació amb el dòlar (vegeu la secció de Mercats financers). En suma, les perspectives per a l'economia s'han deteriorat de forma notable, i anticipem una caiguda de l'1,3% del PIB el 2023.

### *Global: PIB 2023*

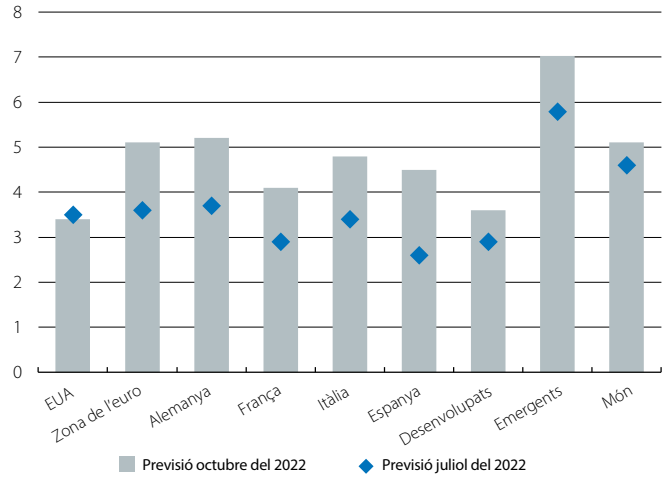
*Variació anual (%)*




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

### *Global: inflació 2023*

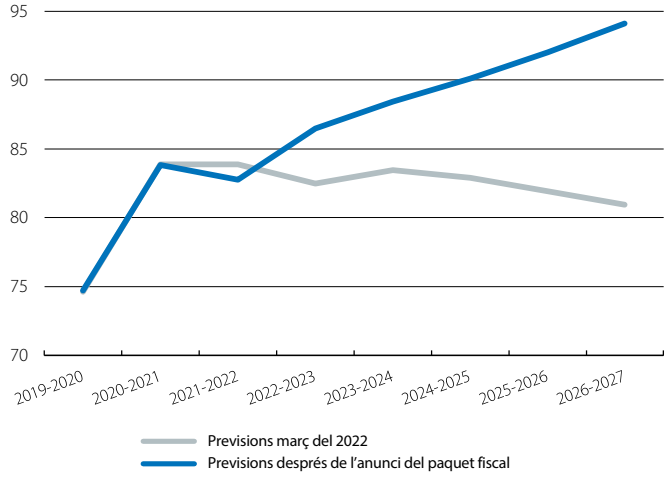
*(%)*




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

### *Regne Unit: deute públic*

*(% del PIB)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institute for Fiscal Studies.*

# Inflació als EUA: de definicions i de factors

Amb taxes d'inflació per damunt del 8% en els sis últims mesos, la Fed s'ha embarcat en un cicle accelerat de pujades de tipus d'interès. Els preus van començar a pujar al començament del 2021, i, tot i que, durant uns mesos, la majoria d'analistes apuntàvem a un rebot transitori, conseqüència de la reobertura de l'economia després de l'esclat de la pandèmia, la veritat és que l'escalada continuada ens va agafar tots de sorpresa. En aquest Focus, analitzem l'evolució de les diferents mesures d'inflació i les seves perspectives a curt termini.

### Mesures d'inflació: IPC, PCE i IPP

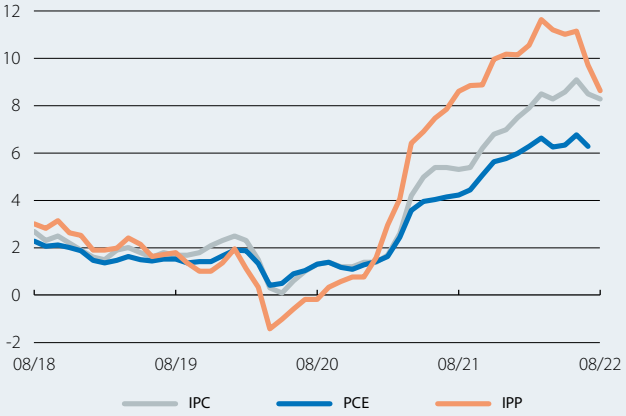
Quan parlem d'inflació, solem fa referència a l'evolució dels preus de la cistella de consum típica dels consumidors (l'IPC, per índex de preus de consum). Als EUA, la inflació mesurada amb l'IPC es va situar a l'agost en el 8,3%, un registre inferior al màxim assolit al juny del 9,1% (en part, per la forta caiguda del preu de la benzina), però encara molt elevat.

En el cas nord-americà, però, hi ha una altra mesura de preus del consumidor que sol mirar amb molta atenció la Fed i sobre la qual fa previsions, la inflació de la cistella de consum personal (PCE, per les sigles en anglès). Les dues sèries han seguit una tendència molt similar des de l'any 2000: amb avanços lleugerament superiors de l'IPC (unes 3 dècimes). No obstant això, des de l'inici de la pandèmia, la divergència entre les dues s'ha fet evident, amb l'IPC situant-se uns 2 p. p. per damunt des de l'inici d'enguany (el 8,3% de l'IPC, en relació amb el 6,3% del PCE del juliol). D'aquesta manera, malgrat que les dues sèries se situen molt per damunt de l'objectiu d'inflació del 2% marcat per la Fed, la veritat és que el PCE reflecteix un augment de preus més contingut (vegeu el primer gràfic). Un dels motius de la divergència recent és que l'índex PCE captura millor la substitució que moltes famílies fan de certs béns per altres més barats.[1]

D'altra banda, paga la pena esmentar altres mesures de preus que poden ser d'interès, en especial pel seu poder de predicció dels preus dels béns finals que consumim. En concret, l'índex de preus del productor (IPP), que mesura el canvi en els preus percebuts pels productors domèstics dels béns i dels serveis que venen, sol ser un bon candidat (vegeu el primer gràfic). Fent ús d'un senzill model economètric que relaciona l'IPC amb l'IPP, i tenint en compte que l'índex IPP ha reculat en els últims mesos, la variació interanual dels preus que captura l'IPC hauria de disminuir fins a cotes properes al 6% al final d'enguany.[2,3]

***EUA: índexs de preus***

*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i del BEA.*

### Factors de tensió i de destensió a curt termini

Diferents elements marcaran la inflació en els propers mesos: (i) el preu de les primeres matèries (en especial, energia i aliments), (ii) la resolució dels colls d'ampolla en les cadenes globals de subministraments, (iii) el cicle d'enduriment de la política monetària, i (iv) els efectes de segona ronda.

Pel que fa al preu de les primeres matèries, els preus del gas natural nord-americà es mantindran alts (en relació amb les cotitzacions prepandèmia), afectats pels increments en les referències de gas europees en les últimes setmanes. No obstant això, l'elevat nivell de reserves a Europa i les mesures proposades per la Comissió Europea per disminuir el consum ajudaran a contenir les pressions alcistes a Europa, la qual cosa hauria de repercutir de manera positiva sobre la referència del gas dels EUA.[4]

Per la seva banda, els preus dels aliments i dels metalls industrials han flexionat a la baixa des del 2T, de manera que, en els propers mesos, haurien de restar pressió tant al PCE com a l'IPC, i tant als EUA com en altres regions, com l'europea (vegeu la taula). En el cas dels metalls, l'alentiment de la Xina i la crisi que pateix el seu sector immobiliari han jugat un paper determinant. Mentre que, en el cas dels aliments, la resolució d'alguns dels problemes als ports de l'Europa de l'Est (afectats per la guerra a Ucraïna) i la millor collita en alguns grans productors, com els EUA, expliquen la caiguda recent dels preus agrícoles.[5]

1. Aquest millor control de l'efecte substitució és degut al fet que l'índex PCE es calcula a partir d'un índex Fisher, mentre que l'IPC és un Laspeyres.
2. Relacionem les taxes de creixement intermensual de l'IPC amb diferents *lags* dels avanços intermensuals de l'IPP. En les previsions de CaixaBank Research, el descens de la inflació IPC és una mica més gradual del que implicaria aquest simple model.
3. Altres indicadors de preus, com els subcomponents dels índexs empresarials ISM, també han reculat en els últims mesos.
4. Als EUA, el preu de referència del gas natural és el marcat per l'Henry Hub, mentre que, a Europa, una de les referències és el TTF.
5. Vegeu el Focus «Continua el ball al mercat de primeres matèries», a l'IM09/2022.

### *Primeres matèries*

| | Mesura | Preu | Variació en el trimestre, mes o any (%) | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 1T | 2T | juliol | Agost | Setembre | En l'any |
| ***Commodities*** | Index | 117,3 | 25,5 | –5,9 | 4,1 | –0,2 | –3,6 | 18,3 |
| **Energia** | Index | 49,5 | 47,8 | 6,7 | 12,2 | 0,7 | –10,2 | 60,1 |
| Brent | $/barril | 90,4 | 38,7 | 6,4 | –4,2 | –12,3 | –6,3 | 16,2 |
| WTI | $/barril | 83,5 | 28,8 | 7,8 | –2,5 | –6,6 | –6,2 | 18,7 |
| Gas natural (EUA, Henry Hub) | $/Mmbtu | 7,7 | 56,1 | –5,8 | 51,7 | 11,2 | –15,4 | 110,0 |
| Gas natural (Europa, TTF) | €/MWh | 189,8 | 79,0 | 14,8 | 32,1 | 25,7 | –20,9 | 169,8 |
| **Metalls industrials** | Index | 152,6 | 22,6 | –26,6 | 1,5 | –2,9 | –0,6 | –11,8 |
| Alumini | $/Tm | 2.202,5 | 24,3 | –29,9 | 1,8 | –5,2 | –6,6 | –21,5 |
| Coure | $/Tm | 7.690,0 | 6,7 | –20,4 | –4,1 | –1,5 | –1,4 | –20,9 |
| **Agricultura** | Index | 70,4 | 19,8 | –6,0 | –2,2 | 3,3 | 1,8 | 15,8 |
| Blat | $/bushel | 907,0 | 30,5 | –13,6 | –7,0 | 0,2 | 12,1 | 17,7 |

***Nota:*** *Dades del setembre fins al dia 21.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del BEA.*

Pel que fa als colls d'ampolla, la informació més recent mostra una millora clara. Així, per exemple, el cost dels vaixells contenidors ha baixat des de l'inici d'enguany, després dels màxims assolits en la segona meitat del 2021 (vegeu el segon gràfic). Això també hauria d'exercir una certa pressió a la baixa sobre les taxes d'inflació. El principal risc en aquest àmbit continua sent la política de COVID zero de la Xina, ja que el país és una part central en moltes cadenes globals de subministraments.

En l'àmbit de la política monetària, el posicionament més agressiu de la Fed *(hawkish)*, amb pujades en el tipus d'interès més ràpides i fins a nivells superiors als previstos fa uns mesos, hauria de destensionar la inflació mitjançant una frenada de la demanda, en especial de béns duradors, que són els que més han patit les conseqüències dels colls d'ampolla.

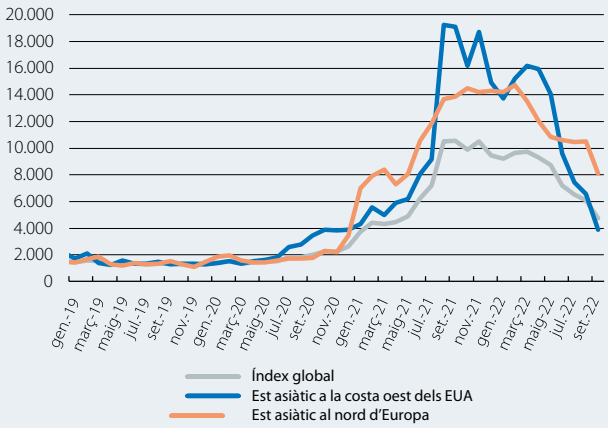
Finalment, malgrat que les expectatives d'inflació a llarg termini continuen ancorades (vegeu el tercer gràfic), un mercat laboral tensionat, amb un creixement salarial lleugerament superior al 5% interanual, subratlla els riscos dels efectes de segona ronda de l'economia nordamericana.

En resum, hi ha factors pel costat de l'oferta i de la demanda per pensar en un canvi de tendència de la inflació en els propers mesos, tot i que és molt aviat per cantar victòria.

*Clàudia Canals*

### *Cost d'enviament d'un contenidor*

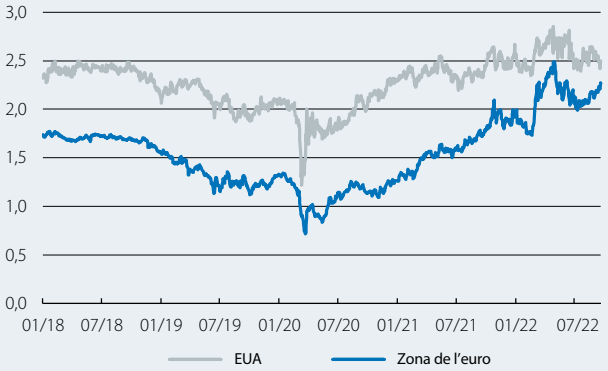
*(Dòlars per un contenidor de 40 peus)*




***Nota:*** *Dades del setembre fins al dia 21.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Freightos, via Refinitiv.*

### *Zona de l'euro i EUA: expectatives d'inflació 5A5A **

*(%)*




***Notes:*** ** Expectatives d'inflació basades en instruments financers a 5 anys d'aquí a 5 anys. Dades del setembre fins al dia 21.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

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

## ESTATS UNITS

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | –3,4 | 5,9 | 5,0 | 5,7 | 3,7 | 1,8 | – | – | – |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina) | 2,1 | 17,5 | 14,1 | 16,2 | 11,2 | 7,9 | 9,1 | 7,6 | ... |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 101,0 | 112,7 | 116,7 | 112,9 | 108,1 | 103,4 | 95,3 | 103,6 | 108,0 |
| Producció industrial | –7,2 | 4,9 | 4,9 | 4,5 | 4,8 | 4,6 | 3,8 | 3,7 | ... |
| Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)* | 52,5 | 60,6 | 60,0 | 60,1 | 57,8 | 54,8 | 52,8 | 52,8 | 50,9 |
| Habitatges iniciats *(milers)* | 1.396 | 1.605 | 1.569 | 1.679 | 1.720 | 1.647 | 1.404 | 1.575 | ... |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)* | 228 | 267 | 274 | 283 | 299 | 315 | 315 | ... | ... |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 8,1 | 5,4 | 5,1 | 4,2 | 3,8 | 3,6 | 3,5 | 3,7 | ... |
| Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)* | 56,8 | 58,4 | 58,6 | 59,2 | 59,9 | 60,0 | 60,0 | 60,1 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –3,2 | –3,6 | –3,6 | –3,6 | –3,9 | –4,0 | –4,0 | ... | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 1,2 | 4,7 | 5,3 | 6,7 | 8,0 | 8,6 | 8,5 | 8,3 | ... |
| Inflació subjacent | 1,7 | 3,6 | 4,1 | 5,0 | 6,3 | 6,0 | 5,9 | 6,3 | ... |

## JAPÓ

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | –4,6 | 1,7 | 1,2 | 0,5 | 0,6 | 1,6 | – | – | – |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 31,0 | 36,3 | 37,5 | 38,3 | 34,8 | 33,1 | 30,2 | 32,5 | 30,8 |
| Producció industrial | –10,6 | 5,6 | 6,6 | 1,1 | –0,6 | –3,6 | –1,2 | 3,4 | ... |
| Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)* | –19,8 | 13,8 | 18,0 | 18,0 | 14,0 | 9,0 | – | – | – |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | 0,1 | –0,3 | 0,3 | –0,3 | –1,0 | –2,0 | –3,1 | –3,6 | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 0,0 | –0,2 | –0,2 | 0,5 | 0,9 | 2,4 | 2,6 | 3,0 | ... |
| Inflació subjacent | 0,2 | –0,5 | –0,5 | –0,7 | –0,9 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | ... |

## XINA

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,2 | 8,1 | 4,9 | 4,0 | 4,8 | 0,4 | – | – | – |
| Vendes al detall | –2,9 | 12,4 | 5,1 | 3,5 | 1,6 | ... | 2,7 | 5,4 | ... |
| Producció industrial | 3,4 | 9,3 | 4,9 | 3,9 | 6,3 | 0,6 | 3,8 | 4,2 | ... |
| PMI manufactures (oficial) | 49,9 | 50,5 | 50,0 | 49,9 | 49,9 | 49,1 | 49,0 | 49,4 | 50,1 |
| **Sector exterior** | | | | | | | | | |
| Balança comercial [1,2] | 524 | 680 | 636 | 680 | 728 | 822 | 867 | 887 | ... |
| Exportacions | 3,6 | 30,0 | 24,4 | 23,1 | 15,7 | 12,9 | 17,8 | 7,0 | ... |
| Importacions | –0,6 | 30,1 | 25,4 | 23,7 | 10,5 | 1,6 | 2,2 | 0,3 | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 2,5 | 0,9 | 0,8 | 1,8 | 1,1 | 2,2 | 2,7 | 2,5 | ... |
| Tipus d'interès de referència [3] | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| Renminbi per dòlar | 6,9 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 6,3 | 6,6 | 6,7 | 6,8 | 7,0 |

***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*

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vendes al detall *(variació interanual)* | –0,8 | 5,5 | 2,5 | 4,2 | 5,1 | 0,6 | –0,9 | ... | ... |
| Producció industrial *(variació interanual)* | –7,6 | 9,0 | 5,9 | 0,3 | –0,2 | 0,4 | –2,4 | ... | ... |
| Confiança del consumidor | –14,2 | –7,4 | –4,2 | –7,6 | –13,6 | –22,3 | –27,1 | –25,0 | –28,8 |
| Sentiment econòmic | 88,3 | 110,8 | 117,4 | 115,9 | 111,2 | 104,1 | 98,5 | 97,3 | 93,7 |
| PMI manufactures | 48,6 | 60,2 | 60,9 | 58,2 | 57,8 | 54,1 | 49,8 | 49,6 | 48,4 |
| PMI serveis | 42,5 | 53,6 | 58,4 | 54,5 | 54,1 | 55,6 | 51,2 | 49,8 | 48,8 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Ocupació (persones) *(variació interanual)* | –1,5 | 1,4 | 2,3 | 2,3 | 3,0 | 2,7 | – | – | – |
| **Taxa d'atur** *(% pobl. activa)* | 8,0 | 7,7 | 7,5 | 7,1 | 6,8 | 6,7 | 6,6 | 6,6 | ... |
| Alemanya *(% pobl. activa)* | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | ... |
| França *(% pobl. activa)* | 8,0 | 7,9 | 7,8 | 7,4 | 7,3 | 7,6 | 7,4 | 7,3 | ... |
| Itàlia *(% pobl. activa)* | 9,3 | 9,5 | 9,1 | 9,0 | 8,5 | 8,1 | 7,9 | 7,8 | ... |
| **PIB real** *(variació interanual)* | –6,2 | 5,5 | 3,7 | 4,6 | 5,4 | 4,1 | – | – | – |
| Alemanya *(variació interanual)* | –4,1 | 2,8 | 1,8 | 1,2 | 3,5 | 1,7 | – | – | – |
| França *(variació interanual)* | –7,9 | 7,2 | 3,6 | 5,0 | 4,7 | 4,2 | – | – | – |
| Itàlia *(variació interanual)* | –9,1 | 7,0 | 4,0 | 6,4 | 6,3 | 4,7 | – | – | – |

## *Preus*

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 0,3 | 2,6 | 2,8 | 4,6 | 6,1 | 8,0 | 8,9 | 9,1 | 10,0 |
| Subjacent | 0,7 | 1,5 | 1,4 | 2,4 | 2,7 | 3,7 | 4,0 | 4,3 | 4,8 |

## *Sector exterior*

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo corrent** | 2,0 | 2,7 | 3,3 | 2,7 | 1,9 | 1,0 | 0,6 | ... | ... |
| Alemanya | 7,0 | 7,4 | 7,8 | 7,4 | 6,6 | 5,4 | 5,0 | ... | ... |
| França | –1,8 | 0,4 | –0,1 | 0,4 | 0,2 | –0,4 | –0,6 | ... | ... |
| Itàlia | 3,8 | 2,4 | 3,6 | 2,4 | 1,6 | 0,5 | 0,1 | ... | ... |
| Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)* | 93,9 | 94,2 | 93,9 | 92,7 | 92,6 | 90,3 | 89,0 | 88,7 | ... |

## *Crèdit i dipòsits dels sectors no financers*

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament del sector privat** | | | | | | | | | |
| Crèdit a les societats no financeres [2] | 6,3 | 3,5 | 1,8 | 3,3 | 4,4 | 6,1 | 7,6 | 8,7 | ... |
| Crèdit a les llars [2,3] | 3,2 | 3,8 | 4,1 | 4,1 | 4,4 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | ... |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [4] *(%)* | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | ... |
| Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [5] *(%)* | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 2,1 | ... |
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits a la vista | 12,9 | 12,6 | 11,4 | 10,5 | 9,1 | 7,7 | 6,7 | 6,8 | ... |
| Altres dipòsits a curt termini | 0,6 | –0,8 | –2,0 | –1,5 | –0,3 | 0,9 | 3,3 | 4,6 | ... |
| Instruments negociables | 8,1 | 11,4 | 10,2 | 9,2 | –0,2 | 1,3 | 0,7 | 2,6 | ... |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)* | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | ... |

***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.*

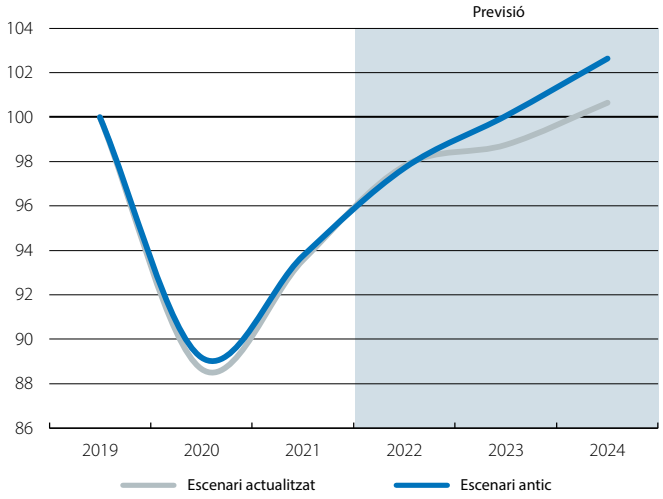
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

# La crisi energètica enfosqueix les perspectives de creixement de l'economia espanyola

**Les previsions de creixement per al 2023 es revisen a la baixa.** L'entorn econòmic continua dominat per la crisi energètica que va esclatar després de la invasió d'Ucraïna per part de Rússia. La severitat d'aquesta crisi va pujar de to durant la segona meitat del mes d'agost després dels successius talls de subministrament de gas rus a través del gasoducte Nord Stream 1, que van desembocar, finalment, en un tall total al començament de setembre. Si al juliol el nostre escenari de previsions prenia com a referència un preu del gas natural (TTF) proper als 90 €/MWh per a la mitjana del 2023, el mercat de futurs ha oscil·lat al voltant dels 200 €/MWh durant tot el mes de setembre, més del doble del que s'esperava fa només dos mesos. Així mateix, atès el fort augment dels preus del gas, el BCE ha assenyalat la seva intenció d'incrementar el ritme de pujades dels tipus d'interès per afrontar l'augment de la inflació. Espanya es troba més ben situada que altres grans economies europees per plantar cara a la crisi energètica: la nostra dependència del gas rus és molt menor que la d'economies com l'alemanya o la italiana (el 2021, el 9% de les nostres importacions de gas provenien de Rússia, en relació amb el 65% d'Alemanya i el 43% d'Itàlia el 2020), i la nostra capacitat de regasificar gas natural liquat fa que tinguem més capacitat de diversificar les importacions de gas. Gràcies a tot plegat, és molt poc probable que vegem episodis de racionament de gas al nostre país, malgrat el tall de subministrament de gas rus al nord d'Europa. No obstant això, la nostra economia no és immune a l'augment de preus del gas ni a l'augment més intens dels tipus d'interès. Aquestes dinàmiques ens porten a revisar l'escenari de previsions. En el context actual, preveiem que el creixement del PIB es mantindrà en registres pròxims al 0% en el tram final de l'any i al començament del 2023. Per al conjunt del 2023, revisem a la baixa la previsió de creixement del PIB del 2,4% a l'1,0%. Per la seva banda, també revisem a l'alça la previsió d'inflació fins al 4,5% per a la mitjana del 2023 (abans, el 2,6%).

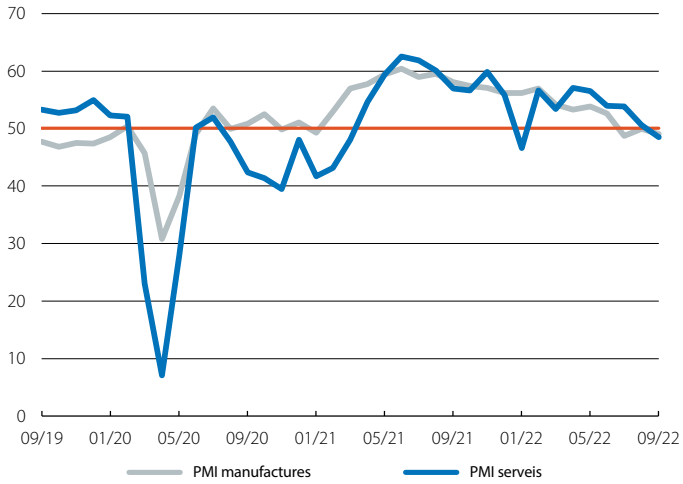
**L'activitat s'afebleix en el 3T.** Després del fort repunt del creixement del PIB en el 2T (l'1,5% intertrimestral), els indicadors d'activitat suggereixen un refredament en el 3T. El PMI de serveis ha anat de més a menys durant el trimestre i, al setembre, ja ha entrat en zona recessiva (48,5 punts). El PMI de manufactures ja va entrar en zona contractiva al juliol i s'hi ha mantingut de llavors ençà (49 punts al setembre). Així mateix, tant els indicadors oficials relacionats amb el consum –les vendes al detall que publica l'INE o les dades de vendes de les grans empreses que publica Hisenda– com l'indicador intern de consum de CaixaBank Research suggereixen que el consum de les llars va caure durant el 3T. En canvi, les dades de creació d'ocupació s'han mostrat més resistents del que es preveia, i els indicadors relacionats amb el sector turístic apunten a una bona temporada d'estiu (la despesa dels turistes estrangers al juliol-agost es va situar només el 2,2% per sota del nivell dels mateixos mesos del 2019, en relació amb el –3,9% del 2T). En conjunt, preveiem que l'economia creixerà de forma molt moderada en el 3T, el 0,2%

***Espanya: PIB***
*Índex (100 = 2019)*



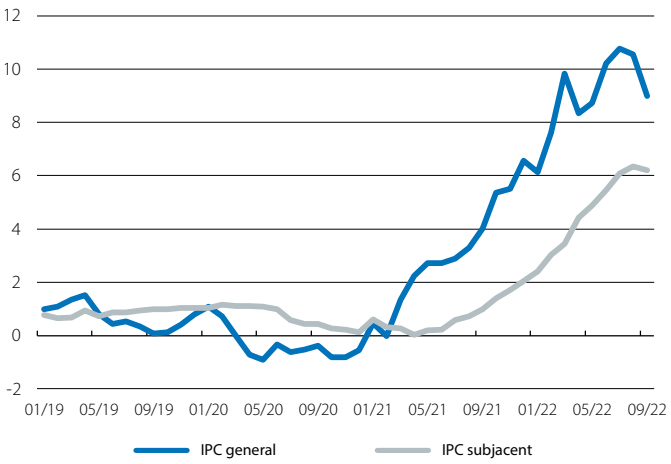

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de CaixaBank.*

***Espanya: indicadors d'activitat***
*Nivell*




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

***Espanya: IPC***
*Variació interanual (%)*




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

intertrimestral, tot i que la incertesa és molt elevada i els riscos apunten més aviat a la baixa.

**La creació d'ocupació perd una mica de força en el 3T, però es manté en positiu.** L'afiliació a la Seguretat Social va augmentar al setembre en 29.286 persones, xifra superior a la mitjana en un mes de setembre en el període 2014-2019 (+14.300). Malgrat la bona dada del setembre, en el conjunt del 3T, la creació d'ocupació es modera, amb un augment mitjà de 24.000 persones, xifra inferior a l'augment que se solia registrar abans de la pandèmia (mitjana de 70.000 en el període 2014-2019). Si considerem els afiliats en termes desestacionalitzats que no estan en ERTO, el creixement en relació amb el trimestre anterior es modera fins al 0,7% en relació amb l'1,0% anotat en el 2T.

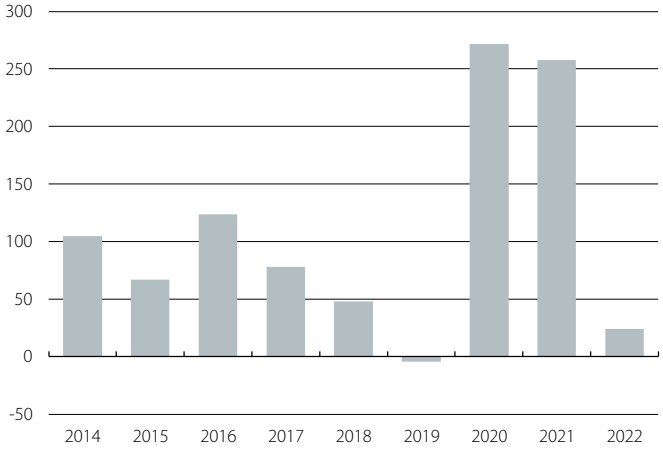
**Petit respir en les dades d'inflació.** Tot i que la inflació es manté en cotes molt elevades, les dades del setembre mostren una reducció notable, fins al 9% des del 10,5% de l'agost. La inflació subjacent també es modera, tot i que ho fa més tímidament, fins al 6,2% (el 6,4% a l'agost). Aquesta moderació és deguda, principalment, a la caiguda dels preus de l'energia. Destaca la forta correcció dels preus de l'electricitat i també dels carburants. Així mateix, el comportament dels preus del transport es va veure afectat per les bonificacions posades en marxa sobre el transport públic. Així i tot, atès que la moderació de la inflació ha estat propiciada pels preus de l'energia, molt volàtils en els últims mesos, encara és aviat per descartar nous repunts.

**El preu de l'habitatge frena la seva tendència alcista en el 2T 2022.** El preu de taxació de l'habitatge lliure va créixer un modest 0,4% intertrimestral en el 2T, un avanç significativament inferior al trimestre precedent (el 2,4%) i que desaccelera la taxa interanual fins al 5,5% en el 2T des del 6,7% en el 1T. Considerem que alguns dels factors que han estat estimulant la demanda aniran perdent impuls (menor creixement de la renda disponible real de les llars, clima de més incertesa i augment dels tipus d'interès). Així, la dada de compravendes del juliol ja mostra signes, molt febles encara, de moderació de la demanda: el nombre de compravendes va créixer el 8,0% interanual al juliol, quan en el 1S avançava a un ritme del 23,2%.

**El dèficit de les Administracions públiques es redueix de forma substancial en relació amb l'any anterior.** Fins al juny, el dèficit públic, sense les corporacions locals, es va situar en el 2,3% del PIB, per sota del 4,5% del mateix període del 2021 i lleugerament per damunt del 2,2% del juny del 2019. Aquesta millora del dèficit s'explica pel fort avanç dels ingressos, el 12,7% interanual en els sis primers mesos del 2022, en relació amb l'augment de l'1,3% de les despeses. Pel costat dels ingressos, destaca el robust augment dels tributaris en relació amb el de les cotitzacions socials (el 16,5% enfront del 5,4%). Els ingressos tributaris, en especial els impostos sobre producció, es veuen afavorits per l'increment dels preus de les bases imposables. Pel costat de la despesa, el descens en les transferències socials (vinculat a la desaparició gradual de les mesures COVID) es veu compensat pel creixement en la remuneració dels assalariats (el 2,6% interanual) i en els consums intermedis (el 7,5%). La despesa en interessos, per la seva banda, repunta el 13,8% interanual en un context d'enduriment de les condicions financeres.

### *Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

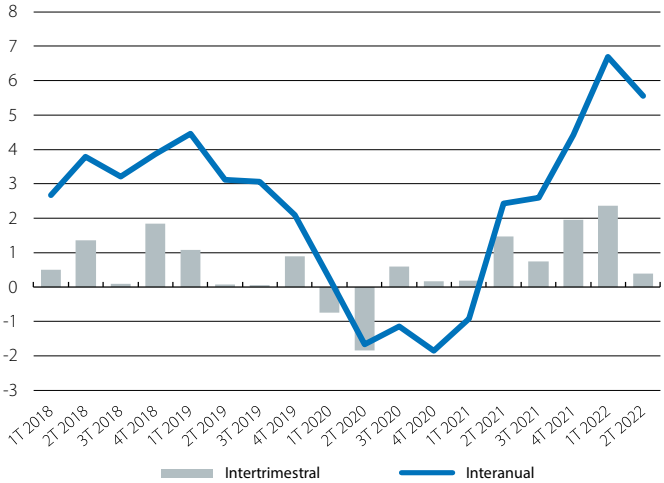
*Variació intertrimestral en milers en el 3T de cada any **




***Nota:*** ** Es pren la mitjana de l'afiliació dels mesos de juliol, agost i setembre de cada any.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Seguretat Social.*

### *Espanya: preu de l'habitatge (taxació)*

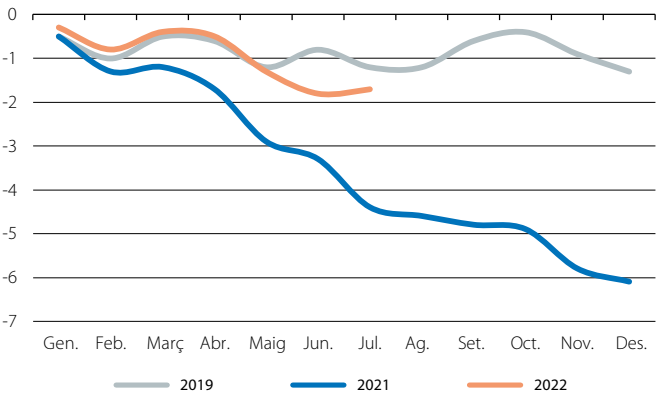
*Variació (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA.*

### *Espanya: capacitat/necessitat de finançament de les Administracions públiques consolidat (sense corporacions locals)*

*(% del PIB)*




***Nota:*** *Acumulat de l'any fins al mes de referència.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.*

# Canvis al mercat laboral a Espanya

En el context actual d'incertesa, un dels aspectes més positius de l'economia espanyola és el bon comportament del mercat laboral. Malgrat una certa pèrdua d'impuls en els últims mesos, es continua creant ocupació a un ritme notable, amb un protagonisme especial de la contractació indefinida, la qual cosa, al seu torn, facilita la reducció de l'atur i de la temporalitat.

D'una banda, l'afiliació a la Seguretat Social ja supera amb escreix els nivells previs a la pandèmia i s'ha instal·lat des de l'abril per damunt de la barrera dels 20 milions (20,18 milions d'afiliats al setembre), mentre que l'atur registrat se situa per sota dels 3 milions, quelcom que no succeïa des del final del 2008 (2,94 milions també al setembre).

Pel que fa a la contractació indefinida, ja venia mostrant, des de la meitat de l'any passat, una acceleració en els ritmes de creixement, però aquesta tendència es va intensificar després de l'entrada en vigor de la reforma laboral, aprovada al desembre del 2021,[1] i molt especialment des de l'abril, quan va finalitzar el període transitori per a algunes novetats contractuals.[2] Les dades són eloqüents: els contractes indefinits signats en els nou primers mesos de l'any superen els 5,25 milions, la xifra més alta de la sèrie en aquest període i que representa el 37,0% dels contractes signats, percentatge que contrasta amb el 9,0% registrat abans de la pandèmia (mitjana del gener-setembre del 2014-2019).[3] Pel que fa als contractes temporals, se'n van signar poc més de 8,9 milions, la xifra més baixa al gener-setembre des del 1999: es redueixen, principalment, els contractes de molt curta durada (penalitzats ara amb cotitzacions més elevades) i els d'obra i servei, que, amb la nova normativa, desapareixen.

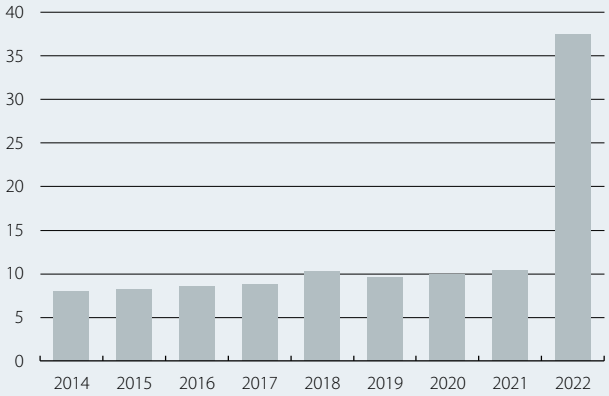
En termes d'estoc, el nombre d'afiliats amb contracte indefinit supera els 11,82 milions al setembre, màxim històric i que representa ja el 74,7% dels treballadors inscrits al Règim General, gairebé 13 punts per damunt del que era habitual en els mesos de setembre anteriors a la pandèmia; en conseqüència, la taxa de temporalitat al Règim General es continua reduint fins al 16,9%, 12,5 punts menys que al setembre del 2019.

### La reforma laboral és la responsable del *boom* de l'ocupació?

Encara és aviat per extreure conclusions sobre la reforma i sobre el seu impacte sobre el funcionament del mercat laboral, i caldrà esperar a disposar de més informació. En primer lloc, assistim a una certa «reclassificació» de contractes: d'una banda, els contractes per obra al sector de la construcció abans es consideraven temporals i ara indefinits; de l'altra, molts contractes temporals es converteixen en fixos discontinus,[4] ja que, en eliminar-se els contractes d'obra i servei i en reforçar-se la causalitat dels temporals, hi ha activitats que, per la seva estacionalitat, no es poden acollir a una altra modalitat contractual. En aquest sentit, dels contractes indefinits signats fins al setembre, gairebé 1,67 milions van ser fixos discontinus, una xifra mai vista en un període similar i que representa el 31,8% del total (el 12,3% el 2019); per la seva banda, pel que fa als afiliats amb

***Espanya: contractes indefinits registrats ****

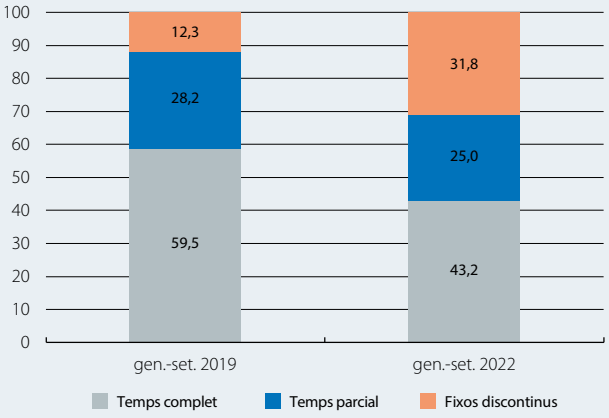
*(% sobre el total de contractes registrats en el període)*




***Nota:*** ** Dades acumulades des del gener fins al setembre.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball.*

***Espanya: contractes indefinits per tipus***

*(% sobre el total de contractes indefinits en el període)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball.*

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «La reforma laboral: un exercici d'equilibris amb el focus en la temporalitat», a l'IM02/2022.
2. Fins al 30 de març, es podien crear contractes temporals amb la normativa prèvia.
3. Per trams d'edat, i amb dades fins a l'agost, el creixement de la contractació indefinida ha estat més intens entre els joves (menors de 25 anys): el 362% en relació amb el 2019, enfront del 226% de la mitjana.
4. El contracte fix discontinu, regulat en l'article 16 de l'Estatut dels Treballadors, és el contracte indefinit en què l'activitat del treballador es desenvolupa de manera intermitent al llarg de l'any, tal com succeeix a les activitats agràries o a les relacionades amb el turisme. Durant els períodes d'inactivitat, aquests treballadors no computen com aturats, sinó com a demandants de feina no ocupats (DFNO), igual que els treballadors en ERTO.

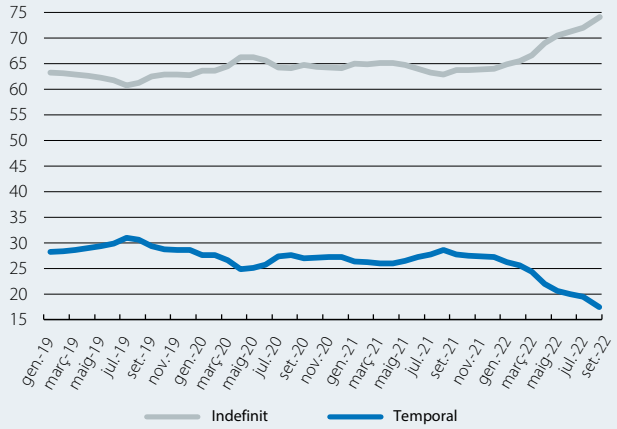
contracte indefinit, els fixos discontinus assoleixen els 896.613 al setembre (el 7,6% del total *vs*. el 4,3% el 2019). Aquest procés de transvasament continuarà fins que s'hagin extingit per complet els contractes d'obra i servei.

Un aspecte positiu que s'està produint després de l'entrada en vigor de la reforma laboral és la pèrdua de rellevància dels contractes de molt curta durada (set dies o menys): representen el 19,7% dels contractes signats fins a l'agost, en relació amb el 27,2% en el mateix període del 2019. Per sectors, aquests contractes continuen sent utilitzats, principalment, a l'hoteleria, tot i que s'observa un pes inferior: en els vuit primers mesos de l'any, va concentrar el 24,4% d'aquest tipus de contractes, en relació amb el 34,7% del mateix període del 2019; per darrere se situen la indústria manufacturera (el 13% del total) i les activitats artístiques (l'11,5%), tot i que, en els dos casos, augmenten la seva participació en relació amb el 2019 (l'11,8% i el 8,7%, respectivament).

*Nuria Bustamante i Sergio Díaz*

### *Espanya: afiliats per tipus de contracte*

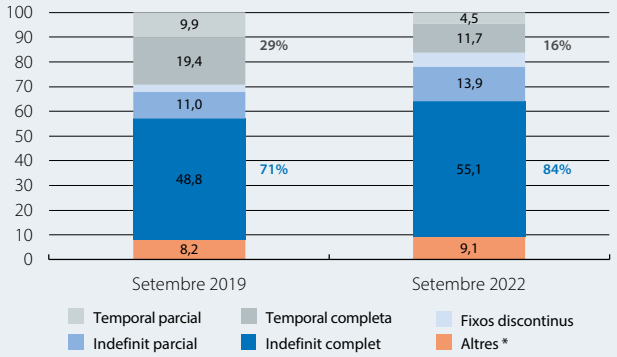
*(% sobre el total d'afiliats al Règim General)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Seguretat Social.*

### *Espanya: estructura d'afiliats per tipus de contracte i de jornada*

*(% sobre el total)*




***Nota:*** ** Aprenentatge, formació, pràctiques, afiliats que no tenen contracte (funcionaris), cuidadors no professionals, programes de formació i pràctiques no laborals en empreses, etc.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Seguretat Social.*

## Indicadors d'activitat i ocupació

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | –9,5 | 8,8 | 1,9 | 1,7 | 1,6 | 4,6 | 5,3 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –13,6 | 0,6 | 2,6 | 5,0 | 6,8 | 0,4 | –4,9 | –5,5 | –5,2 |
| PMI de manufactures *(valor)* | 47,5 | 57,0 | 58,9 | 56,9 | 55,8 | 53,2 | 48,7 | 49,9 | 49,0 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | –12,8 | 4,7 | 15,0 | 24,6 | 31,6 | 18,8 | 10,8 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)* | –12,5 | 9,6 | 22,4 | 32,5 | 41,8 | 33,6 | 25,9 | ... | ... |
| Preu de l'habitatge | 2,1 | 3,7 | 4,2 | 6,4 | 8,5 | 8,0 | – | – | – |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)* | –77,3 | 64,7 | –34,5 | 64,7 | 313,4 | 311,7 | 290,5 | 251,4 | ... |
| PMI de serveis *(valor)* | 40,3 | 55,0 | 59,6 | 57,4 | 52,2 | 55,9 | 53,8 | 50,6 | 48,5 |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | –7,1 | 5,1 | –0,3 | 0,7 | 0,4 | 1,1 | –0,5 | 0,0 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | –29,3 | 158,0 | –24,5 | –17,1 | –7,5 | –10,3 | –12,5 | 9,1 | 12,7 |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –22,7 | –12,8 | –8,8 | –13,0 | –17,6 | –26,4 | –35,1 | –31,7 | –32,9 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada [1] | –2,9 | 3,0 | 4,5 | 4,3 | 4,6 | 4,0 | – | – | – |
| Taxa d'atur (% de la població activa) | 15,5 | 14,8 | 14,6 | 13,3 | 13,6 | 12,5 | – | – | – |
| Afiliats a la Seguretat Social [2] | –2,0 | 2,5 | 3,8 | 3,9 | 4,5 | 4,8 | 3,8 | 3,5 | 3,3 |
| **PIB** | **–11,3** | **5,5** | **4,2** | **6,6** | **6,7** | **6,8** | **–** | **–** | **–** |

## Preus

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | –0,3 | 3,1 | 3,4 | 5,8 | 7,9 | 9,1 | 10,8 | 10,6 | 9,0 |
| Subjacent | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 1,7 | 3,0 | 4,9 | 6,1 | 6,4 | 6,2 |

## Sector exterior

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

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –10,0 | 21,2 | 15,2 | 21,2 | 26,2 | 22,2 | 22,8 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –14,7 | 24,8 | 13,5 | 24,8 | 36,1 | 35,2 | 36,6 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **6,8** | **11,5** | **11,7** | **11,5** | **8,5** | **9,6** | **8,5** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | 16,3 | 17,9 | 18,8 | 17,9 | 14,2 | 16,2 | 16,2 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | –9,5 | –6,4 | –7,2 | –6,4 | –5,7 | –6,7 | –7,8 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **11,9** | **22,4** | **20,3** | **22,4** | **19,8** | **22,5** | **21,3** | **...** | **...** |

## 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*

| | 2020 | 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 7,5 | 6,1 | 4,8 | 5,8 | 5,2 | 5,4 | 5,3 | 5,4 | ... |
| A la vista i estalvi | 12,3 | 10,3 | 8,9 | 9,2 | 9,3 | 9,2 | 8,6 | 8,4 | ... |
| A termini i preavís | –16,5 | –24,4 | –26,0 | –27,6 | –26,8 | –25,4 | –21,9 | –19,9 | ... |
| Dipòsits d'AP | 1,0 | 15,5 | 15,1 | 19,4 | 19,3 | 15,6 | 8,3 | 11,8 | ... |
| **TOTAL** | **7,1** | **6,7** | **5,5** | **6,6** | **6,0** | **6,0** | **5,5** | **5,8** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** | | | | | | | | | |
| Sector privat | 1,2 | 0,3 | –0,7 | –0,1 | 0,2 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | ... |
| Empreses no financeres | 4,9 | 1,1 | –1,9 | –1,0 | –0,5 | 0,7 | 2,0 | 3,2 | ... |
| Llars - habitatges | –1,8 | 0,2 | 0,6 | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | ... |
| Llars - altres finalitats | 0,8 | –1,2 | –1,2 | –1,2 | –1,1 | –0,4 | –0,9 | –0,9 | ... |
| Administracions públiques | 3,0 | 15,3 | 22,7 | 11,6 | 3,4 | 1,9 | –3,1 | –3,7 | ... |
| **TOTAL** | **1,3** | **1,1** | **0,7** | **0,6** | **0,4** | **0,9** | **0,9** | **1,2** | **...** |
| **Taxa de morositat (%)[4]** | **4,5** | **4,3** | **4,4** | **4,3** | **4,3** | **4,1** | **3,8** | **...** | **...** |

***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.*

# Portugal: empitjoren les perspectives

**Després d'un 2022 vigorós, els vents en contra entelen les perspectives per al 2023**. L'INE ha revisat a l'alça el creixement del PIB del 1S 2022, la qual cosa pràcticament garanteix que el creixement superarà el 6% en el conjunt de l'any. No obstant això, la informació disponible més recent avança un afebliment de l'activitat: els indicadors coincidents es desacceleren, l'indicador d'activitat diària registra una variació interanual negativa al setembre i l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea cau i s'acosta a un nivell indicatiu de contracció. En un context de crisi energètica, d'elevades pressions inflacionistes i d'enduriment de la política monetària, esperem una reculada del PIB ja en el 4T i una desacceleració significativa el 2023, fins al voltant del 0,5% en el còmput anual. En qualsevol cas, l'escenari continua subjecte a una incertesa elevada, associada, en gran part, al subministrament de gas a Europa i a l'efectivitat de les mesures d'estalvi energètic, tot i que el nostre escenari central no contempla períodes de racionament energètic.

**La inflació guanya més impuls al setembre**. La primera estimació de l'IPC se situa en el 9,3% interanual (el 8,9% a l'agost). Aquesta dada és coherent amb el nou escenari central per a aquesta variable, que considera una inflació mitjana del 7,9% el 2022 i del 5,7% el 2023. Les nostres perspectives apunten a una inflació elevada més persistent en el temps, fruit de la depreciació de l'euro enfront del dòlar, de la tensió contínua a les cadenes logístiques i de la translació de l'augment dels preus energètics.

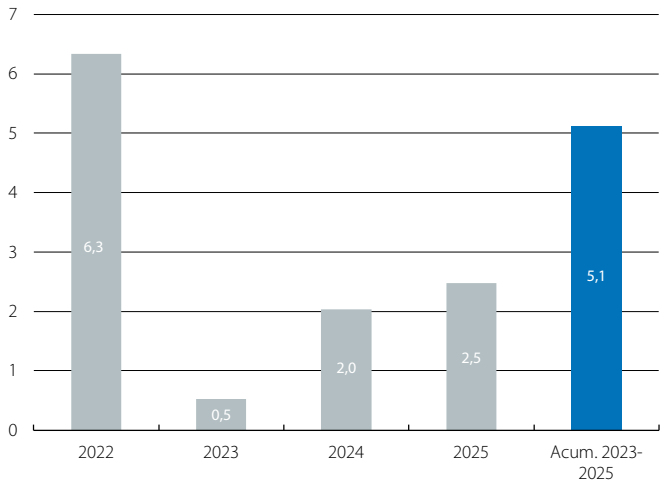
**Ara com ara, el mercat laboral manté un bon to**. Malgrat que el mercat laboral mostra una certa resiliència i que la taxa d'atur es va mantenir en el 6,0% a l'agost, l'afebliment de l'activitat i el deteriorament de la situació de les empreses, derivat de l'augment dels costos financers i energètics, afectaran negativament la contractació. En aquest escenari, preveiem un augment de la taxa d'atur, des d'una mitjana del 5,9% el 2022 al 6,4% el 2023.

**Els costos de l'energia empitjoren el dèficit per compte corrent**. En els set primers mesos de l'any, el dèficit per compte corrent va assolir els 3.712 milions d'euros, uns 1.500 milions més que en el mateix període del 2021. L'augment dels preus de l'energia va deteriorar la balança energètica, i la pujada del preu d'altres béns importats també va empitjorar el saldo dels béns no energètics; al costat positiu, el superàvit de turisme va superar el del mateix període de l'any anterior en 6.000 milions. Estimem que el 2022 es tancarà amb un dèficit per compte corrent del 2,7% del PIB, 1,6 punts més que el 2021.

**El preu de l'habitatge es frenarà de manera considerable el 2023**. Atès el fort creixement dels preus dels immobles en la primera part del 2022, esperem una pujada significativa en el conjunt de l'any (el +10,1%), però també una desacceleració intensa en els pròxims exercicis (el +1% el 2023 i el 2,2% el 2024). La demanda s'anirà frenant arran de l'enduriment de les condicions financeres, de la major incertesa i de la feblesa de la renda real de les famílies. No obstant això, hi ha dos factors principals que continuen fent costat als preus: la puixant demanda d'habitatges per part d'estrangers, principalment de fora de la UE, i l'escassetat d'oferta de nous habitatges.

### *Portugal: previsions del PIB*

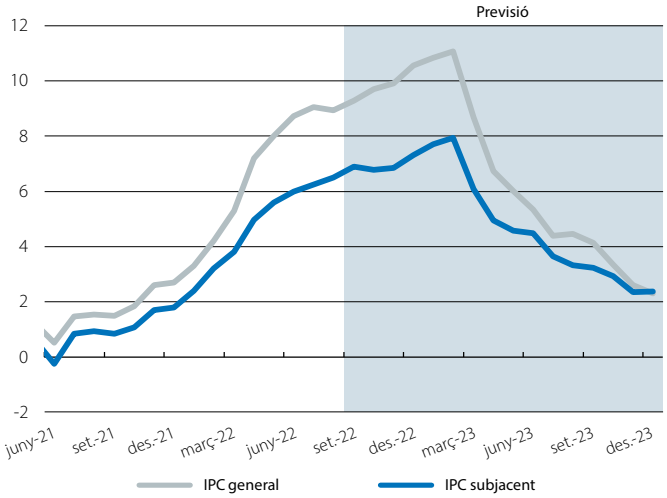
*Creixement anual (%)*




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

### *Portugal: IPC*

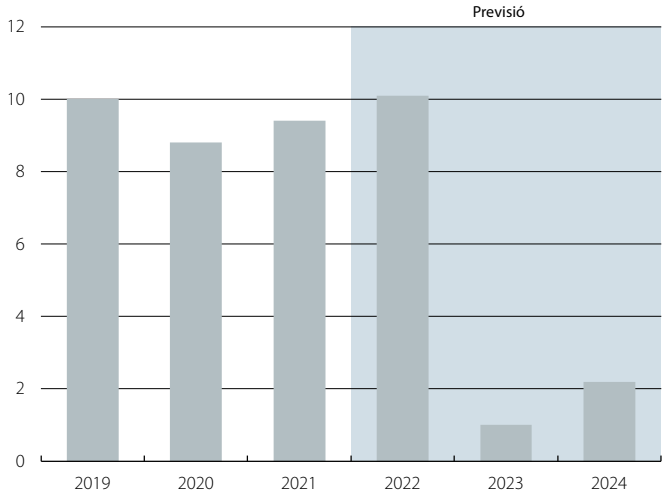
*Variació interanual (%)*




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

### *Portugal: índex de preus de l'habitatge*

*Variació mitjana anual (%)*




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

# Portugal: tornen els riscos pressupostaris per al 2023

L'any vinent serà un gran desafiament per a les finances públiques portugueses, a causa del context d'inflació elevada, d'empitjorament de les condicions financeres i de forta desacceleració de l'economia. En aquest context, a més de la probable desacceleració del creixement dels ingressos fiscals i contributius arran del menor avanç de la renda de les famílies i de les empreses, augmenta el risc sobre el comportament de les despeses. En aquest article, ens centrem en estimar l'impacte de l'augment dels interessos sobre la despesa pública i de la inflació sobre les partides de despeses de personal i de pensions.

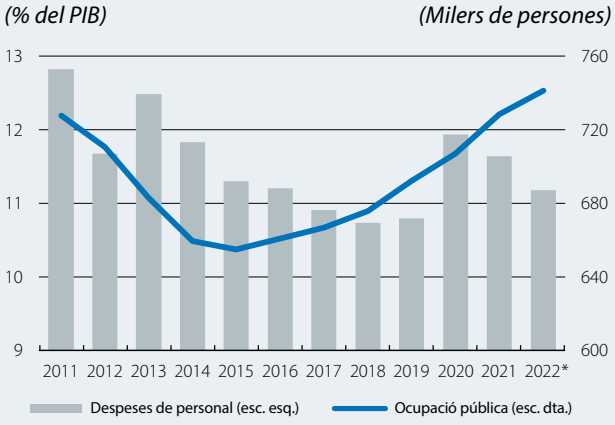
Pel que fa a les despeses de personal, cal tenir present que li correspon al Govern, durant l'elaboració dels Pressupostos Generals de l'Estat, la decisió sobre l'actualització dels salaris dels funcionaris públics. El Govern ja va confirmar que aquesta actualització dependrà de la capacitat de pagament de l'Estat i de les negociacions salarials amb els sindicats. En aquest exercici, assumim una pujada salarial del 2% el 2023, coherent amb l'objectiu per a la taxa d'inflació a mitjà termini (del 2%). En aquest context, i suposant un creixement del nombre de funcionaris públics de l'1%,[1] les despeses de personal augmentarien el 3% i l'impacte en les despeses rondaria els 0,3 p. p. del PIB (aquest càlcul no té en compte l'impacte dels progressos en la carrera o altres augments de la massa salarial). Cal destacar que, si el Govern optés per actualitzar els salaris al tipus d'inflació mitjà registrat en els 12 mesos fins al novembre del 2022,[2] com s'ha aplicat en els últims anys, les despeses de personal augmentarien més del 8% en relació amb la previsió per al 2022, i l'impacte sobre els comptes públics podria assolir els 0,9 p. p. del PIB.

Pel que fa a les pensions de jubilació, si considerem la fórmula que s'aplicarà el 2023 i que s'ha anunciat recentment,[3] estimem que l'impacte sobre la despesa pública assolirà els 0,6 p. p. del PIB (és a dir, un augment superior als 1.400 milions d'euros).[4]

Finalment, i ateses les expectatives d'augment dels tipus d'interès per part del BCE (almenys 100 p. b. addicionals fins al 2023), és raonable que els tipus d'interès sobirans acompanyin, si més no en part, aquest moviment. Incorporant aquesta pujada dels costos de finançament, estimem un augment de la despesa per interessos del deute públic entre 0,2 i 0,3 p. p. del PIB, la qual cosa situaria el pagament dels interessos en el 2,4%-2,5% del PIB. Així mateix, l'augment dels tipus s'anirà notant de forma progressiva en els propers anys, a mesura que l'*stock* de deute es vagi renovant i el deute vençut es vagi substituint per un altre més car. D'aquesta manera, la tendència d'augment del pes dels interessos del deute en el PIB i en la despesa pública sembla inevitable i significa que la política fiscal trobarà, en aquesta partida, una restricció cada vegada més forta, que cal tenir en compte en el disseny de les polítiques futures.

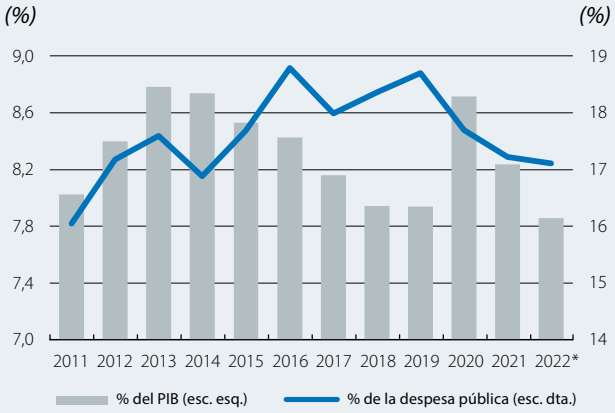
Hi ha altres factors que, probablement, també pressionaran la despesa pública a l'alça, com l'impacte de la inflació sobre els nous contractes de subministrament de béns i de serveis a les Administracions públiques, l'eventual necessitat de prolongar i/o implementar noves mesures de suport a les famílies i a les empreses per atenuar els efectes de la crisi energètica i de l'augment dels preus dels

***Portugal: despeses de personal***




***Notes:*** ** Previsió del Govern al PGE 2022 per a despeses de personal. Mitjana d'ocupació pública registrada en el 1T 2022.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del DGAEP, dels PGE 2022 i de l'INE de Portugal.*

***Portugal: despesa en pensions de la Seguretat Social***




***Nota:*** ** Previsió del Govern al PGE 2022.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades dels PGE 2022 i de l'INE de Portugal.*

1. Assumim que el nombre de funcionaris públics creixerà al ritme mitjà registrat entre el 2015 i el 2019.
2. Prenent com a base les previsions de CaixaBank Research per a l'IPC mensual.
3. Per a les pensions per sota dels 886 euros mensuals, l'actualització és del 4,4%; per a les pensions entre els 886 i els 2.659 euros, l'actualització es redueix fins al 4,1%, i, per a les pensions superiors als 2.659 euros, l'actualització arriba al 3,5%.
4. S'assumeix que el nombre de pensionistes augmenta en la mateixa proporció que la registrada en el 1S 2022, és a dir, el 0,6%.

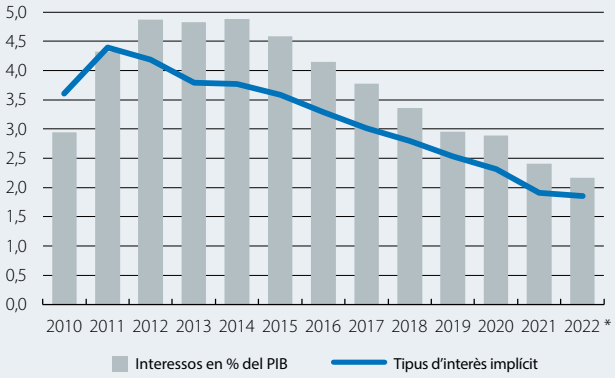
aliments en els seus pressupostos, i l'actualització de l'índex de les ajudes socials, que tindria repercussions sobre l'augment d'altres prestacions socials, com l'atur.[5]

Malgrat aquests impactes i l'efecte residual que el paquet «Les famílies primer» encara tindrà l'any vinent, el dèficit el 2023 es podria reduir des de l'1,9% del PIB estimat pel Govern per al 2022 fins a nivells pròxims a l'1,3% del PIB, afavorit per l'avanç del PIB nominal i per l'impacte de la inflació en l'alça de la recaptació en augmentar les bases impositives. No obstant això, cal esmentar que, més enllà d'altres efectes, no es consideren possibles mesures discrecionals que es puguin arribar a incloure en la proposta de Pressupostos Generals de l'Estat per al 2023, que es donarà a conèixer cap a la meitat d'octubre, o la possible sorpresa positiva en l'execució pressupostària del 2022.[6]

*Vânia Duarte*

***Portugal: pagament d'interessos del deute públic***

*(%)*




***Nota:*** ** Previsió del Govern al PGE 2022.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades dels PGE 2022 i de l'INE de Portugal.*

5. L'actualització de l'IAS depèn del creixement real del PIB i de la variació mitjana dels 12 últims mesos de l'IPC sense incloure l'habitatge.
6. Per exemple, el Consell de les Finances Públiques estima un dèficit de l'1,3% el 2022, considerant ja l'impacte de les mesures del paquet «Les famílies primer». Assumint que el dèficit del 2022 sigui l'esmentat pel CFP i tenint en compte els impactes estimats en aquest article, el dèficit del 2023 s'aproparia al 0,7% del PIB.

## Indicadors d'activitat i ocupació

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

| | 2020 | 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 3T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Índex coincident d'activitat | –5,5 | 3,1 | 6,1 | 6,9 | 7,0 | ... | 6,6 | 6,4 | ... |
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | –6,9 | 4,5 | –1,5 | –2,1 | 1,9 | ... | –0,1 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –15,3 | –5,3 | –1,4 | –0,1 | –2,3 | –4,7 | –4,0 | –4,7 | –5,4 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges) | 0,7 | 13,5 | –6,9 | 44,7 | –24,1 | ... | –8,3 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges | –11,2 | 20,5 | 17,2 | 25,8 | 4,5 | ... | – | – | – |
| Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)* | 8,3 | 8,6 | 11,0 | 11,5 | 14,2 | ... | 16,1 | 15,8 | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*) | –76,2 | 51,5 | 51,5 | 259,9 | 298,1 | ... | 296,8 | 269,9 | ... |
| Indicador de confiança als serveis *(valor)* | –19,0 | 0,1 | 12,0 | 13,0 | 21,1 | 17,9 | 20,5 | 18,9 | 14,4 |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | –3,0 | 4,9 | 7,3 | 12,7 | 3,1 | ... | 3,1 | 3,9 | ... |
| Indicador coincident del consum privat | –6,2 | 4,6 | 7,2 | 6,7 | 5,1 | ... | 3,5 | 2,8 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –22,4 | –17,2 | –13,5 | –19,3 | –30,5 | –31,8 | –31,2 | –31,6 | –32,7 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada | –1,9 | 2,8 | 3,1 | 4,7 | 1,9 | ... | 0,9 | 1,0 | ... |
| Taxa d'atur (*% de la població activa*) | 7,0 | 6,6 | 6,3 | 5,9 | 5,7 | ... | 6,0 | 6,0 | ... |
| **PIB** | **–8,3** | **5,5** | **6,6** | **12,0** | **7,4** | **...** | **–** | **–** | **–** |

## Preus

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

| | 2020 | 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 3T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 0,0 | 1,3 | 2,4 | 4,3 | 8,0 | 9,0 | 9,1 | 8,9 | 9,3 |
| Subjacent | 0,0 | 0,8 | 1,5 | 3,1 | 5,5 | 6,4 | 6,2 | 6,5 | 6,9 |

## Sector exterior

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

| | 2020 | 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 3T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –10,3 | 18,3 | 18,3 | 21,2 | 18,9 | ... | 20,5 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –14,8 | 22,0 | 22,0 | 33,3 | 31,3 | ... | 31,8 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **–2,1** | **–2,5** | **–2,5** | **–4,3** | **–4,7** | **...** | **–4,0** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | –3,9 | –5,7 | –5,7 | –6,9 | –6,4 | ... | –5,1 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | 1,8 | 3,2 | 3,2 | 2,7 | 1,7 | ... | 1,1 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **–0,1** | **1,2** | **1,2** | **–0,8** | **–1,3** | **...** | **–1,9** | **...** | **...** |

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

| | 2020 | 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 2T 2022 | 3T 2022 | 07/22 | 08/22 | 09/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** [1] | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 10,0 | 9,3 | 9,3 | 8,9 | 8,2 | ... | 8,4 | 7,9 | ... |
| A la vista i estalvi | 18,8 | 16,3 | 16,3 | 15,3 | 12,9 | ... | 12,9 | 11,6 | ... |
| A termini i preavís | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 2,3 | ... | 2,8 | 3,1 | ... |
| Dipòsits d'AP | –21,0 | –4,1 | –4,1 | 9,8 | 8,5 | ... | 5,3 | 5,0 | ... |
| **TOTAL** | **8,9** | **9,0** | **9,0** | **8,9** | **8,2** | **...** | **8,3** | **7,8** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** [1] | | | | | | | | | |
| Sector privat | 4,6 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | ... | 2,1 | 2,1 | ... |
| Empreses no financeres | 10,5 | 2,2 | 2,2 | 1,2 | 1,0 | ... | –0,3 | –0,3 | ... |
| Llars - habitatges | 2,1 | 3,3 | 3,3 | 3,0 | 3,8 | ... | 3,7 | 3,6 | ... |
| Llars - altres finalitats | –1,1 | 3,1 | 3,1 | 6,4 | 3,3 | ... | 3,0 | 3,2 | ... |
| Administracions públiques | –4,2 | 3,8 | 3,8 | 5,3 | –1,3 | ... | 0,0 | –0,3 | ... |
| **TOTAL** | **4,2** | **2,9** | **2,9** | **2,8** | **2,5** | **...** | **2,0** | **2,0** | **...** |
| **Taxa de morositat** *(%)* [2] | **4,9** | **3,7** | **3,7** | **3,6** | **3,4** | **...** | **–** | **–** | **–** |

***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.*

# REPowerEU o com accelerar la transició energètica per sobreviure en el nou context geopolític

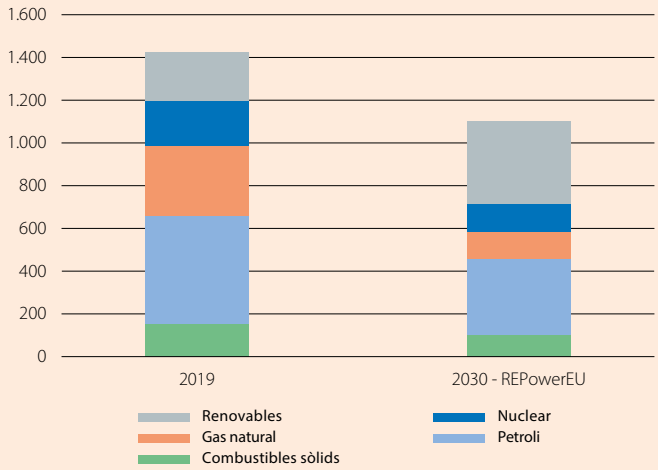
La guerra a Ucraïna ha estat un punt d'inflexió en les relacions entre la UE i Rússia i ha posat de manifest les greus implicacions de l'elevada dependència europea de les importacions d'energia de procedència russa, sobretot del gas. Conscients que la dependència energètica jugava en contra de la UE, la Comissió va aprovar al maig el pla REPowerEU, amb mesures per accelerar la transició energètica prevista al *Green Deal* i al *Fit for 55*.[1]

## Deixar de dependre del gas rus, objectiu clau del REPowerEU, tot i que difícil de complir íntegrament a curt termini

Amb el pla REPowerEU, la Comissió va presentar al maig una estratègia clara per eliminar completament la dependència europea dels combustibles fòssils russos el 2027. Així, contemplava un pla específic per substituir les importacions de gas rus a la UE (155 bcm[2] el 2021) completament el 2027 i en aproximadament dos terços (més de 100 bcm) al final del 2022.[3] No obstant això, amb dades fins a l'agost del 2022, la UE ja havia importat un total de 53 bcm de gas rus, de manera que, enguany, la reducció de la dependència russa serà molt possiblement una mica inferior a la fixada al REPowerEU. A curt termini, la Comissió confia principalment en el gas natural liquat (GNL) per substituir el gas rus i estima que les importacions podrien augmentar enguany en 50 bcm,[4] una meta factible segons les dades disponibles. Brussel·les també confiava que podria substituir més de 50 bcm addicionals el 2022 a través de diferents palanques: més importacions de gas via gasoducte d'altres proveïdors (Noruega, Algèria o l'Azerbaidjan serien els principals), carbó, menys demanda pels preus més elevats, estalvi energètic,[5] nuclears... Aquests 50 bcm addicionals eren un objectiu una mica ambiciós; per exemple, substituir 10 bcm incrementant les importacions de gas natural procedents de tercers països, exclòs el GNL, no serà fàcil d'assolir (les dades d'importacions des de l'inici d'enguany mostren que no han augmentat). Ateses les evidents dificultats per substituir el gas rus a curt termini, alguns països (Alemanya, els Països Baixos, Àustria i França) estan considerant la possibilitat d'augmentar l'ús de carbó en la generació d'electricitat, malgrat les nocives conseqüències sobre el canvi climàtic i malgrat que entri en contradicció amb els objectius per reduir l'emissió de gasos amb efecte d'hivernacle establerts per la Comissió.

***Unió Europea: fonts de generació d'energia * en l'actualitat i previsions per al 2030 segons REPowerEU***

*Megatones equivalents de petroli*




***Notes:*** ** Segons la definició d'Eurostat, fa referència a la suma de la producció d'energia primària, de les importacions i de les variacions d'inventaris, a la qual cal restar les exportacions i el proveïment de carburant de vaixells en alta mar. Gràcies a les millores en eficiència energètica, l'oferta energètica total serà inferior el 2030 que el 2019.*
***Font:*** *Documentació de REPowerEU de la Comissió Europea segons els càlculs d'Eurostat (2019) i de Primes (2030).*

## És necessari avançar en la integració energètica de la UE

El pla REPowerEU reactiva la posada en marxa de molts projectes energètics que fa temps que estan pendents i que posen l'accent en les connexions transfrontereres per assolir un mercat integrat que asseguri el subministrament d'energia a tots els Estats membres.

A curt termini, el pla se centra en projectes europeus d'interès comú per construir infraestructures de gas amb capacitat de 20 bcm anuals a l'Europa de l'Est i al Bàltic enguany i per donar suport als plans d'Alemanya per a la instal·lació de set plantes flotants de GNL, tres de les quals s'espera que ja estiguin operatives aquest hivern i que se sumarien a la que ja funciona des de l'estiu als Països Baixos. A mitjà termini, es pretén que totes les economies europees tinguin accés a tres fonts alternatives de gas o al mercat global de GNL.

Així mateix, s'emfatitza que es fomentarà una major interconnexió elèctrica de la península ibèrica amb França a través de projectes transversals, com la interconnexió entre Bilbao i Bordeus a través del golf de Biscaia amb la instal·lació d'un cable submarí previst per al 2025[6] o com les interconnexions també previstes amb Navarra i Aragó. D'altra banda, recentment, també s'ha posat sobre la

1. El *Green Deal* és un pla presentat al gener del 2020 amb actuacions per lluitar contra el canvi climàtic i per aconseguir que, el 2050, Europa sigui el primer continent amb emissions zero. Una primera meta és reduir el 2030 les emissions en relació amb el 1990 en almenys el 55%, i, per assolir aquesta fita, és necessari adoptar noves normes i actualitzar la legislació vigent a la UE, la qual cosa es recull al paquet *Fit for 55* presentat al juny del 2022.
2. Mil milions de metres cúbics. El 2019 les importacions russes van ser de 195 bcm.
3. Malgrat que no donen punts intermedis entre el 2022 i el 2027, s'aniria reduint de manera gradual durant el lustre actual, fins a assolir la substitució total el 2027.
4. Un augment del 60% en relació amb el 2021.
5. Reducció del termòstat dels edificis en 1 °C.
6. Amb aquest cable de 400 quilòmetres, la taxa d'interconnexió entre Espanya i França assoliria el 5%. Espanya avui només pot exportar a la resta del continent, a través de França, el 2,8% de l'electricitat que produeix, però la UE va aconsellar el 2002 que les connexions transfrontereres transportin el 10% de la capacitat de producció elèctrica de cada país.

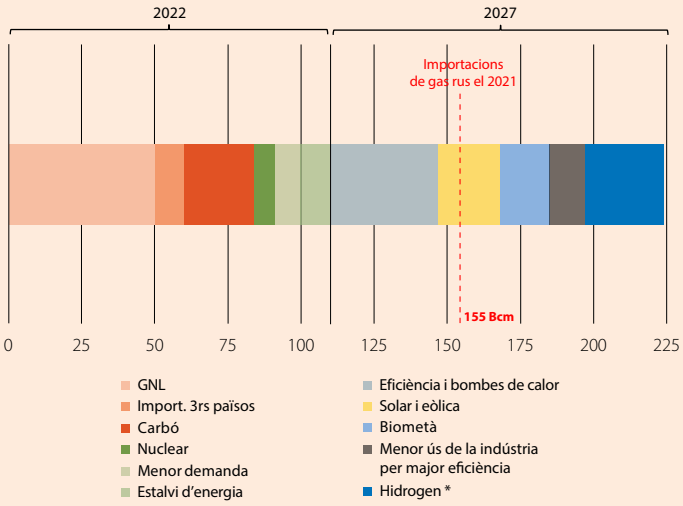
taula la possibilitat d'interconnexions gasístiques amb França o amb Itàlia. Així mateix, es proposa la homogeneïtzació de la forma de tractar el gas per a la interconnexió amb l'Europa Central (Espanya i França utilitzen un tractament d'odorització diferent al de la resta d'Europa). A més a més, el pla obre la porta al fet que la península exerceixi un paper important en el corredor de l'hidrogen verd: reconeix que pot ser l'actor principal, aprofitant la seva proximitat al nord d'Àfrica, tot i que no aporta detalls concrets sobre com es desplegaria. Es tracta d'inversions quantioses amb un període relativament llarg de maduració, de manera que el principal risc per al seu desenvolupament és que la urgència que imposa la crisi energètica faci que se li acabin dedicant menys fons dels necessaris. La tensió entre el que es pugui desenvolupar a curt i a llarg termini sembla evident.

**Un impuls a les renovables amb tres grans triomfadors a mitjà termini: l'hidrogen verd, el biometà i l'energia solar**

Sembla clar que, a curt termini, no serà tan senzill aconseguir l'anhelada desvinculació energètica de Rússia. No obstant això, un dels objectius clars del pla REPowerEU és accelerar la transició energètica en els vuit propers anys.

REPowerEU contempla un augment del pes de les renovables en l'oferta energètica de la UE el 2030 de 5 p. p. en relació amb el pla energètic *Fit for 55*, fins al 45% del total, a costa d'una reducció del gas de 7 p. p., fins al 3,3% del total. Aquest increment es basa, principalment, en la intenció d'impulsar a mitjà termini l'hidrogen renovable i el biometà, dues energies renovables que requeriran una inversió elevada en infraestructures i en interconnexions.

***Unió Europea: substitució de les importacions de gas rus***
*(Bcm de gas)*




***Nota:*** ** En el cas de l'hidrogen, se substituiria la quantitat mostrada al gràfic el 2030.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la documentació de REPowerEU.*

Pel que fa a la capacitat energètica instal·lada en renovables, l'objectiu de REPowerEU és augmentar-la el 15,8% en relació amb el marcat al *Green Deal*, gràcies, principalment, a un major impuls de l'energia solar. Així, la capacitat total d'aquesta energia, una font en auge gràcies al gran abaratiment dels costos de producció i d'instal·lació, s'hauria de quadruplicar entre el 2020 i el 2030. A més a més, la Comissió Europea pretén accelerar-ne el desplegament: proposa reduir a tres mesos el temps per concedir els permisos d'instal·lació de plaques solars (en alguns casos, en l'actualitat, es triga fins a un any), suggereix que els Estats membres redueixin l'IVA de les plaques solars i de les bombes de calor, i facilitarà que els nous edificis construïts estiguin perfectament condicionats perquè produeixin energia solar. D'aquesta manera, la Comissió estima que, amb el REPowerEU, les renovables clàssiques (solar i eòlica) podrien substituir en un termini de cinc anys el 13,5% del total de gas rus que importava Europa l'any abans de la guerra (155 bcm); el biometà, l'11%, i l'hidrogen verd, el 17,4% (en aquest cas, en vuit anys).

**Finançament: d'on sortiran els diners per finançar el REPowerEU**

El Pla REPowerEU requerirà unes inversions molt importants: la Comissió calcula uns 300.000 milions d'euros fins al 2030, amb una concentració de 210.000 fins al 2027, la meitat dels quals es destinarien a renovables. Les noves inversions del Pla REPowerEU s'afegiran a les ja plantejades als plans de recuperació i, en bona part, es finançaran per la via dels préstecs als quals els Estats membres poden optar en el marc NGEU. Així, la Comissió espera que 225.000 milions d'euros es financin a través de la partida de crèdits de l'NGEU. Els altres 75.000, fins a cobrir els 300.000, es finançaran a través de subvencions procedents dels fons de cohesió (uns 27.000 milions), de noves subvencions de l'NGEU obtingudes amb la venda de drets d'emissió del sistema de comerç d'emissions de la UE (uns 20.000 milions) i de la Política Agrària Comuna (uns 7.500 milions). En aquest punt, convé assenyalar que la Comissió adopta un paper de mer coordinador d'aquestes polítiques energètiques, de manera que l'èxit del pla dependrà, en gran part, de la voluntat dels Estats membres.

El sector bancari pot jugar un paper crucial en la mobilització dels recursos que permetin assolir les fites del REPowerEU. Pot acompanyar els clients perquè reconeguin aquesta oportunitat, facilitar el finançament de projectes en els diferents àmbits del pla i d'iniciatives en sectors adjacents, i propiciar, així, que els recursos arribin al conjunt del teixit productiu i del territori.

En definitiva, es pretén vincular de manera estreta el REPowerEU amb l'NGEU. No obstant això, l'NGEU va ser dissenyat per superar un tipus de crisi diferent (la de la COVID-19), amb una part dels fons ja distribuïts i assignats, de manera que podria no ser suficient. Caldrà continuar avançant en una resposta fiscal comuna perquè les agendes de l'NGEU i del REPowerEU es compleixin.

*Javier Garcia-Arenas i Rita Sánchez Soliva*

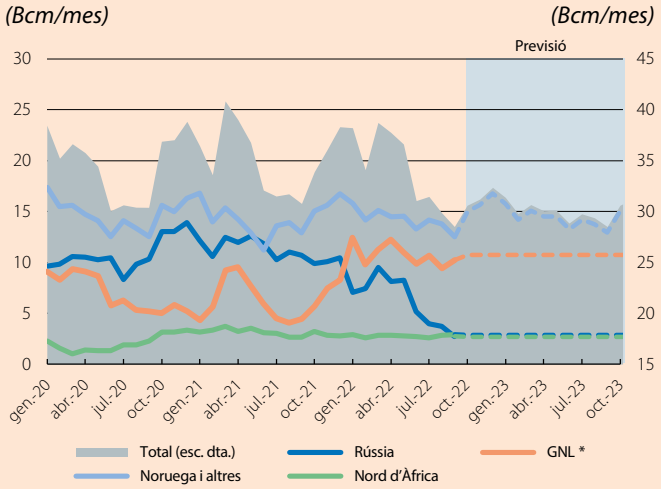
# Perspectives de proveïment de gas a Europa: un joc d'equilibris

Els grans canvis que s'estan produint el 2022 en les relacions entre blocs estan incentivant profundes transformacions estructurals en àmbits com la tecnologia, la defensa i la política energètica. Així mateix, el gas, energia clau en la transició energètica, s'ha convertit recentment en arma política, la qual cosa ha deixat en alerta màxima els nombrosos països i les indústries dependents d'aquesta font d'energia.

**Importacions de gas: substitució parcial assolida**

La UE és un importador net de gas, els principals proveïdors del qual han estat històricament els productors més pròxims en termes geogràfics. El 2021, Rússia era el principal proveïdor de la UE, amb el 40% del total de les importacions de gas natural. Les importacions des del nord d'Europa (principalment Noruega) i des del nord d'Àfrica representaven el 30% del total. D'altra banda, les importacions de gas natural liquat (GNL) des d'altres orígens representaven el 30% restant d'importacions.[1]

***Importacions de gas europees en funció de l'origen i escenari futur***




***Nota:*** ** Gas natural liquat importat des de qualsevol país d'origen.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

L'escalada recent de les tensions amb Rússia ha comportat que les importacions de gas procedents d'aquest país s'hagin situat en mínims històrics: al setembre, les importacions mensuals des de Rússia es van situar en 2.800 milions de metres cúbics (bcm, per les sigles en anglès), una xifra 8,0 bcm inferior a la del setembre del 2021. Aquesta caiguda ha estat compensada per un augment de les importacions de GNL, que van créixer 5,8 bcm en relació amb el setembre del 2021, mentre que la resta d'importacions es van mantenir estables. En conjunt, malgrat la caiguda interanual del 74% en les importacions de gas rus al setembre, les importacions totals de gas natural se situen amb prou feines el 7,4% per sota del nivell registrat fa un any (vegeu el primer gràfic).

No obstant això, malgrat l'elevat grau de substitució assolit el 2022, la capacitat de la UE per importar més GNL a curt termini està condicionada per diversos factors, com la capacitat limitada de regasificació al nord d'Europa, les deficiències en la interconnexió entre països de la UE (per exemple, la baixa connectivitat amb la península ibèrica, on es troba prop del 35% de la capacitat de regasificació de tota la UE), l'oferta global limitada de GNL i la reduïda quantitat de vaixells metaners disponibles per al transport.

Davant un escenari on es preveu que les importacions de gas rus es mantindran com a molt en el mínim històric actual,[2] però també on la substitució d'importacions a curt termini està prop d'assolir el seu límit, podem projectar les perspectives de proveïment de gas a Europa afegint a l'anàlisi la situació actual de les reserves de gas i el patró de consum de gas natural.

**Reserves de gas: fins quan ens ajudaran a aguantar?**

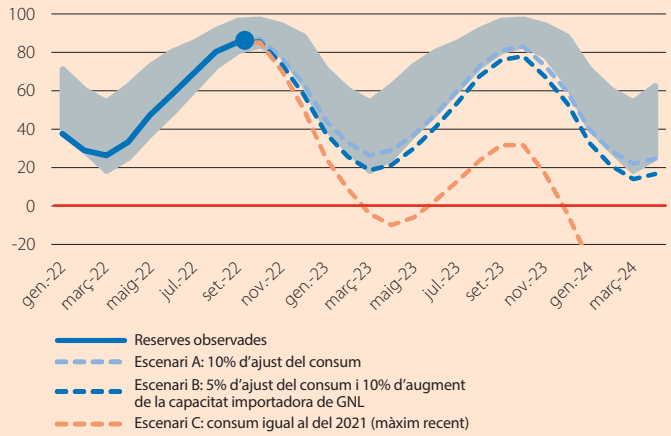
El nivell de reserves de la UE s'ha situat, al final de setembre, al voltant del 90%, la qual cosa permet alguna dosi de prudent optimisme. No obstant això, és important destacar que el marge de maniobra real ve donat per la projecció de les reserves restants al final de l'estació freda, i no al seu inici, on ens trobem actualment. Això és degut al fet que, durant l'estació freda, les importacions de gas no són suficients per proveir l'elevada demanda de gas, de manera que s'utilitzen també les reserves acumulades durant l'estació calenta. Històricament, les reserves de gas assoleixen un màxim entre el 80% i el 95% a l'octubre i cauen entre el 20% i el 50% al març, en funció, principalment, de la severitat de l'hivern.

Fins on cauran les reserves de gas europees després de l'hivern tenint en compte el descens de les importacions russes? Mantenint un consum igual al de l'any anterior (un màxim recent) i les altres importacions en el nivell mitjà del 2022 (vegeu el primer gràfic), es pot constatar que les reserves actuals no serien suficients per a tot l'hivern i implicarien racionaments d'energia (línia taronja del segon gràfic). A més a més, tenint en compte els límits del costat de l'oferta, aquesta situació encara es podria agreujar de cara a l'hivern del 2023-2024.[3] Per tant, per minimitzar els riscos, és necessari plantejar, tal com ho ha fet la UE, mesures de reducció del consum.

1. L'origen d'aquest gas varia en funció dels països. Entre els grans exportadors globals de GNL, trobem Austràlia, Qatar, els EUA o Nigèria. D'altra banda, la majoria de vaixells metaners es produeixen a Corea del Sud.
2. Assumim que el Nord Stream 1 es mantindrà tancat i que les importacions per la via dels principals gasoductes alternatius de Rússia cap a Europa, com el Yamal i el Turkstream, es mantindran en el nivell actual, de 2 bcm al mes.
3. L'empitjorament seria degut al fet que la capacitat d'omplir les reserves abans de l'hivern del 2023-2024 serà molt inferior: les reserves partirien de mínims històrics al març del 2023 i el volum d'importacions serà més reduït.

### *Reserves de gas natural de la UE, escenaris **

*(% sobre la capacitat de reserves)*




***Notes:*** ** Tots els escenaris assumeixen com a base que es manté l'actual substitució d'importacions russes. Ajust del consum versus consum mitjà del 2017-2021 (exclòs el 2020). L'àrea ombrejada representa el nivell màxim-mínim històric de les reserves.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de Bloomberg.*

Tot seguit analitzem dos escenaris addicionals partint del supòsit que, sense mesures, el nivell de consum de gas seria el de la mitjana dels cinc últims anys (sense el 2020). És una manera de suposar unes condicions meteorològiques «mitjanes» i, per tant, no tan extremes com les de l'any passat. A partir d'aquí, estimem quin nivell de reducció del consum o d'augment de les importacions de gas seria necessari per mantenir les reserves de gas dins el rang de seguretat (és a dir, prop dels mínims històrics de les reserves, la part inferior de la franja grisa del segon gràfic), la qual cosa evitaria problemes greus de subministrament o mesures estrictes de racionament.

En un escenari conservador en què la UE no aconseguís augmentar les importacions de gas, estimem que seria necessari una retallada del 10% del consum de gas. Aquesta és una xifra que sembla factible d'assolir ja enguany, atès que, en el 1S 2022, alguns dels majors consumidors de gas europeus, com Alemanya, els Països Baixos, França o Polònia, han reduït el consum més del 5% en relació amb la mitjana històrica. A més a més, se situa per sota del 15% de reducció voluntària de la demanda de gas natural a la qual es van comprometre els Estats membres al juliol per al període que va de l'agost del 2022 al març del 2023.

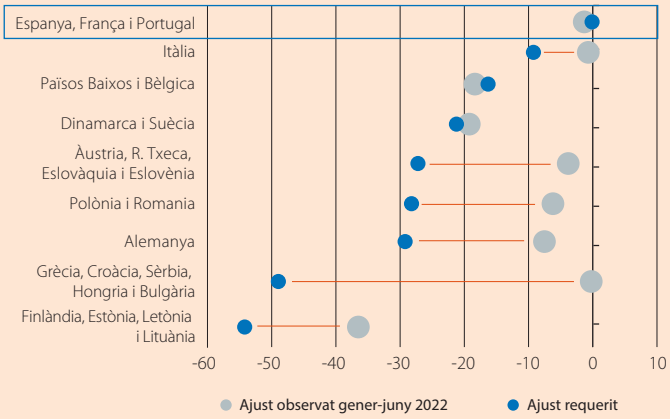
D'altra banda, en un escenari més benigne, en què les importacions esperades de GNL augmentessin el 10%,[4] seria suficient una reducció del consum del 5% per mantenir les reserves europees de gas dins el rang de seguretat.

**Ajust del consum: els deures van per barris**

Ara bé, la situació no serà igual per a tots els Estats membres, tal com s'apunta en l'anàlisi desenvolupat per McWilliams i Zachmann (2022).[5] Els autors analitzen les necessitats d'ajust de consum de gas per país, sota un escenari més sever que el que plantegem en aquest article (retallada total d'importacions russes i menor substitució per altres proveïdors). En general, s'estimen més necessitats d'ajust de consum en països amb menys facilitat de substitució de les importacions i més dependència dels subministraments des de Rússia. En aquest grup s'inclouen alguns països bàltics i de l'est europeu, així com Alemanya, que es podrien haver d'enfrontar a reduccions del consum molt significatives per mantenir un nivell estable de reserves durant els dos propers hiverns. D'altra banda, països sense accés al mar o amb una capacitat d'importació de GNL reduïda, com Polònia o els Països Baixos, es podrien haver d'enfrontar a ajustos de consum similars als proposats per la Comissió Europea. Finalment, els països històricament menys dependents del gas rus i amb més capacitat d'importació de GNL, entre els quals hi ha França, Itàlia, Espanya i Portugal, es trobarien en una situació més folgada de cara als propers hiverns i no haurien d'ajustar el consum, tot i que, això sí, amb preus històricament elevats.

### *Ajust del consum de gas natural observat i requerit*

*Variació en relació amb el nivell de base (%) **




***Notes:*** ** Vegeu McWilliams and Zachmann (2022), «European Union demand reduction needs to cope with Russian gas cuts», Bruegel Blog, 7 de juliol. El nivell de consum de gas natural base és la mitjana entre el 2017 i el 2021 (exclòs el 2020). L'ajust de consum requerit és el que permetria mantenir un nivell de reserves estable durant dos hiverns. Els autors estimen que l'ajust de consum requerit per a la UE és del 15%, una mica per damunt de la nostra estimació del 10%.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i d'estimacions de Bruegel.*

Fa alguns mesos, el primer ministre sortint d'Itàlia i expresident del BCE, Mario Draghi, va preguntar de manera retòrica als seus compatriotes si preferien «l'aire condicionat o la pau» a Europa. Queda clar que, malgrat que l'esforç serà asimètric, en temps de guerra, els europeus hauran d'utilitzar la calefacció com a arma de defensa.

*Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster i Luís Pinheiro de Matos*

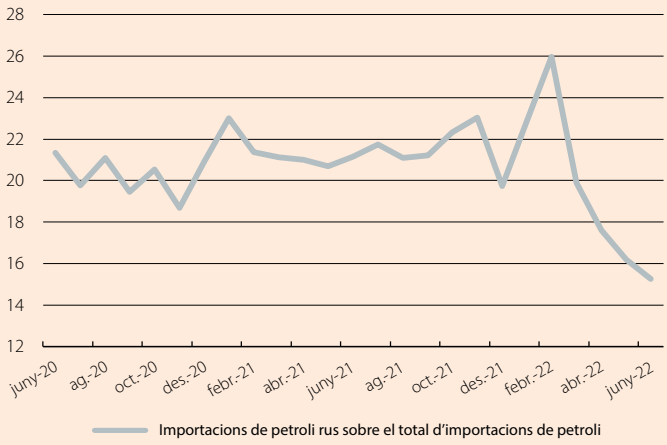
4. Augment del 10% en relació amb l'escenari base (vegeu el primer gràfic). La capacitat d'augment de les importacions dependrà de la disponibilitat de GNL al mercat global, de la instal·lació de noves centrals d'emmagatzematge i de regasificació a Europa i de la continuació, o no, de les importacions de GNL des de Rússia. En aquest context, els Països Baixos (*hub* clau d'importació de GNL a Europa) tenen dues centrals flotants instal·lades, i Alemanya preveu la instal·lació de dues centrals flotants enguany i de tres addicionals el 2023-2024.
5. Vegeu McWilliams, Zachmann (2022), «European Union demand reduction needs to cope with Russian gas cuts», Bruegel Blog, 7 de juliol. En la seva anàlisi, els autors treballen amb un escenari més pessimista que el considerat en aquest article: (i) assumeixen una caiguda del 100% de les importacions russes, en relació amb el 75% del nostre escenari (a causa de Turkstream i de Yamal); (ii) assumeixen un flux d'importacions no russes el 19% inferior al del nostre escenari, i (iii) estimen un nivell de reserves per al mes de setembre del 70%, en relació amb el 90% efectivament assolit.

# Europa i el propòsit de desvincular-se del petroli rus: un objectiu assolible a curt termini

Des del començament de la guerra a Ucraïna, el bloc de països d'Occident va establir com un dels seus objectius reduir la dependència de les importacions de combustibles fòssils (carbó, petroli i gas natural) de Rússia.[1] Aquest propòsit, a més d'estar motivat pel desig de disminuir la dependència dels subministraments energètics dels fluxos d'un proveïdor majoritari, responia a la finalitat de tractar d'afeblir l'economia russa.[2] Els primers passos els van fer els EUA i el Canadà en imposar un veto a les importacions de petroli i de gas rus al març. No obstant això, al Vell Continent, l'adopció d'una decisió sobre aquest tema va comportar més temps, ja que Europa, històricament, ha estat el principal mercat de Rússia per a les seves exportacions de petroli i de gas natural (el 30% i el 40%, respectivament). Finalment, al juny, tots els Estats membres de la UE van signar un paquet de sancions[3] en què es va incloure la prohibició de la compra, de la importació o de la transferència de petroli i de determinats productes petroliers de Rússia a la UE. Les restriccions s'aplicaran de manera gradual, entre el desembre d'enguany i el febrer del 2023, i afectaran el 90% del cru i dels productes refinats que Rússia lliura al bloc europeu. No obstant això, es va signar també una excepció temporal per a les importacions de cru que se subministra via oleoducte a alguns Estats membres (com Hongria, la República Txeca i Eslovàquia) amb una dependència elevada dels subministraments russos i que no disposen d'alternatives viables a curt termini. Addicionalment, al final de setembre, al si de la UE, es va debatre la proposta d'un vuitè paquet de sancions a Rússia, en què es contempla l'establiment d'un topall al preu del petroli rus.

***OCDE Europa: dependència del petroli de Rússia***

*(%)*




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

### Com han evolucionat les importacions de cru de la UE?

Durant els sis primers mesos de la guerra, la UE s'ha mantingut com el principal comprador dels combustibles fòssils russos, tot i que, de manera progressiva, ha anat reduint el percentatge de les importacions d'aquests béns des de Rússia, des del 70% al març fins al 54% a l'agost. Aquest descens ha estat protagonitzat, en gran part, pel menor flux de compres de gas natural, que es va intensificar a l'agost amb l'alentiment i la posterior interrupció dels subministraments a través del Nord Stream 1, i de carbó, l'embargament del qual per part dels països de la UE[4] va entrar en vigor també a l'agost. Igualment, en el cas del petroli, la dependència europea del cru rus s'ha anat reduint de forma gradual. Segons les dades de l'Agència Internacional de l'Energia (IEA, per les sigles en anglès), el percentatge d'importacions de cru rus sobre el total de les importacions de petroli dels països europeus de l'OCDE s'hauria reduït des del pic del 26% assolit al març, arran dels temors a l'escassetat de subministraments, al 15% al juny, a conseqüència de les sancions financeres i comercials imposades a Rússia. D'aquesta manera, el percentatge d'importacions de petroli rus es va situar en la mitjana del 1S 2022 en el 19,6% (el 21,4% en la primera meitat del 2021).

Cal destacar que, arran de les menors compres procedents d'Europa, s'ha produït una reorganització del comerç internacional de combustibles fòssils de Rússia. Les dades més recents apunten al fet que la Xina hauria desplaçat Alemanya com el principal comprador de petroli i de carbó russos. Així mateix, països com l'Índia i Egipte, que abans del començament de la guerra amb prou feines importaven petroli dels Urals, han emergit com a socis comercials rellevants[5] i, fins i tot, han arribat a importar més petroli rus que els principals països de la zona de l'euro entre els mesos de juliol i agost.

1. Rússia és una de les principals potències en la producció i en l'exportació de combustibles fòssils, on es posiciona en la terna del *ranking* mundial.
2. Fins al 2021, el 40% del Pressupost Federal de Rússia s'alimentava dels ingressos generats pels impostos i pels aranzels d'exportació de gas natural i de petroli.
3. Sisè paquet de sancions de la UE a Rússia (juny del 2022). Vegeu *Publications Office* (europa.eu).
4. Cinquè paquet de sancions de la UE a Rússia (abril del 2022). Vegeu *Publications Office* (europa.eu)
5. Segons les dades del Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA), l'Índia i Egipte es dediquen al procés de refinament del petroli que compren a Rússia i, amb posterioritat, l'exporten a la resta del món occidental, com, per exemple, als EUA i a Austràlia.

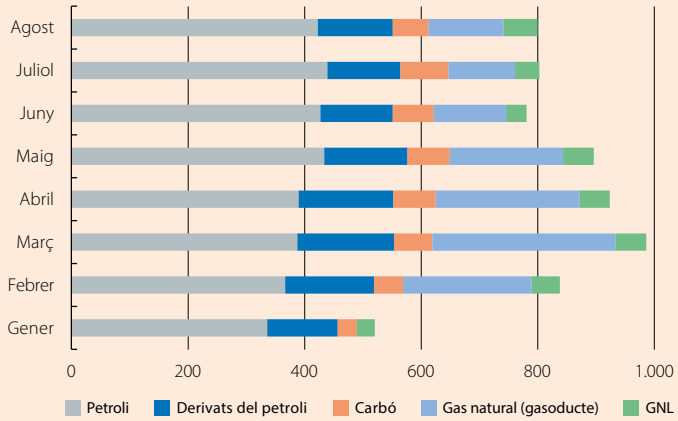
Aquesta redistribució comercial dels fluxos de cru rus també s'ha posat de manifest en l'evolució dels ingressos de Rússia per la venda de combustibles fòssils a la resta del món. Malgrat les restriccions d'Occident i la moderació de l'activitat global, la participació dels nous compradors ha permès que els ingressos diaris per les exportacions de petroli s'hagin mantingut per damunt dels nivells previs a la guerra en un context de preus internacionals del barril de cru elevats, malgrat el seu descens en relació amb el mes de març, quan el preu del barril de Brent va assolir el seu nivell màxim (128 dòlars).

**Després de l'embargament del cru rus, quines opcions té Europa?**

Els esforços de la UE per reduir el consum de gas natural es veuen compensats per un major consum agregat de petroli i de carbó (el 8% i el 7% interanual en el 1S de l'any, respectivament, segons Eurostat). Aquest increment s'ha produït en un context en què les importacions de Rússia s'han anat reduint de forma progressiva i, fins i tot, prohibint, com en el cas del carbó, de manera que les compres de subministraments energètics d'altres països s'han incrementat. Per exemple, Sud-àfrica i Colòmbia s'han convertit en els principals proveïdors de carbó, mentre que, pel que fa al petroli, al juliol, les importacions diàries de cru de l'Aràbia Saudita i de l'Iraq van augmentar el 90% en relació amb el gener del 2022, i les dels EUA es van situar en nivells màxims. De cara als propers mesos, es continuarà reduint la dependència del petroli rus: s'estima que, amb l'entrada en vigor de l'embargament de la UE al cru rus, al final d'enguany, les importacions de petroli de la UE procedents de Rússia disminuiran a 600.000 barrils diaris, des dels 3 milions registrats abans del conflicte i des dels 2,3 milions del juliol. Malgrat això, tot fa pensar que les necessitats europees de petroli estaran cobertes a curt i a mitjà termini. No en va, a diferència del gas, que depèn críticament d'infraestructures físiques per transportar-lo, el petroli es pot transportar sense dificultats per via marítima, la qual cosa facilita que la substitució de les importacions russes es pugui dur a terme a curt termini. Així, a més de comptar amb l'oferta de petroli dels països de l'OPEP i dels EUA, associacions internacionals com la IEA han mostrat la seva disposició a alliberar de nou una part de les seves reserves estratègiques de cru, com ja es va fer al començament de la guerra. Pel que fa a les implicacions sobre els preus, cal assenyalar que l'existència d'alternatives pel costat de l'oferta no hauria d'implicar necessàriament un descens dels preus del barril de cru. De fet, els països de l'OPEP han expressat el seu desig de mantenir els preus al voltant dels 80 i 90 dòlars per barril, nivells per damunt de la mitjana històrica i que mantindran la pressió alcista sobre les taxes d'inflació mundials.

***Rússia: ingressos per venda de combustibles fòssils el 2022***

*(Milions d'euros per dia)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del CREA.*

Amb la vista posada a més llarg termini, és cert que la crisi energètica ha estat, al si de la UE, un estímul per impulsar fonts d'energia més respectuoses amb el medi ambient i menys dependents dels combustibles fòssils, però el seu ple desenvolupament es presenta com una empresa a mitjà termini, la qual cosa fa pensar que, en els propers anys, les importacions de cru continuaran sent rellevants per a les necessitats energètiques europees.

*Beatriz Villafranca*

**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 COVID-19

Informe setmanal de l'evolució de la COVID-19 i de la campanya de vacunació a Espanya i el món: incidència acumulada, pressió hospitalària, nous casos i morts, contagis per edat, ritme de vacunació.

## 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.

## Informe Agroalimentari 2S 2022

La guerra a Ucraïna i el seu impacte en els preus de l'energia i de les primeres matèries agrícoles continuaran condicionant les perspectives del sector agroalimentari espanyol en el segon semestre de l'any.

## Informe Immobiliari 2S 2022

L'evolució del preu de l'habitatge, la fortalesa de la demanda estrangera a Espanya o el risc de bombolla immobiliària en alguns mercats desenvolupats són alguns dels temes que es tracten en el nou *Informe Sectorial Immobiliari* 2S 2022.

## Informe de Turisme 1S 2022

Gràcies a l'intens procés de recuperació que va experimentar el sector turístic a l'estiu, els indicadors d'activitat turística publicats fins al mes de desembre no mostraven senyals d'esgotament.

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., 2022
© Banco BPI, 2022

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