IM04

INFORME MENSUAL
NÚMERO 477 | ABRIL 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions

ECONOMIA INTERNACIONAL
*La resposta de la UE a l'*Inflation Reduction Act: *«no hi ha postres fins que no t'acabis el sopar»*

El sector exterior de la zona de l'euro en números vermells

Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària

ECONOMIA ESPANYOLA

El paper dels serveis no turístics en el saldo exterior d'Espanya

Sector immobiliari espanyol: balanç 2022 i perspectives 2023

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Abril 2023

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

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

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'abril de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions*
Ricard Murillo Gili

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *La resposta de la UE a l'*Inflation Reduction Act*: «no hi ha postres fins que no t'acabis el sopar»*
David del Val i Ricard Murillo Gili

16 *El sector exterior de la zona de l'euro en números vermells*
Rita Sánchez Soliva

18 *Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)*

20 *Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part II)*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

26 *El paper dels serveis no turístics en el saldo exterior d'Espanya*
Jaume Servert Banegas

28 *Sector immobiliari espanyol: balanç 2022 i perspectives 2023*
Judit Montoriol Garriga

31 ECONOMIA PORTUGUESA

Nous reptes per als bancs centrals

La intervenció del Silicon Valley Bank (SVB) i la seva ona expansiva sobre la resta del sistema financer internacional, a més de ser l'enèsim obstacle en el camí cap a la normalització del cicle econòmic internacional, pot ser entesa com una prova per al doble mandat dels bancs centrals que es va consolidar després de la crisi financera del 2008, quan l'objectiu d'inflació tradicional es va veure completat amb l'estabilitat financera, prerequisit per mantenir els preus controlats, en propiciar un funcionament correcte del canal de transmissió de la política monetària. En condicions normals, aquest enfocament ampliat del paper de la política monetària no sol representar un problema per als bancs centrals, perquè, fins i tot, els instruments utilitzats per assolir aquestes metes són diferents: tipus d'interès per a la inflació enfront de supervisió, regulació i línies de liquiditat per a l'estabilitat financera.

Però una pujada acumulada de gairebé 400 p. b. en els tipus d'interès mundials en menys d'un any, després d'una dècada amb rendibilitats pròximes a zero o en nivells negatius, és un canvi de règim que pot posar a prova el doble mandat dels bancs centrals. Especialment quan encara no hi ha senyals clars d'un canvi de tendència en les dinàmiques de preus. Què fer en aquestes ocasions? Mantenir el full de ruta preanunciat, fer una pausa en el camí o, fins i tot, abaixar els tipus d'interès si les tensions s'intensifiquen? Ara com ara, els bancs centrals –pensem que de manera encertada– han decidit mantenir les pujades de tipus que havien preanunciat (25 p. b. la Fed i 50 p. b. el BCE) i reforçar les finestretes de subministrament de liquiditat als bancs. Qualsevol altra decisió hauria augmentat la desconfiança i, per tant, hauria incrementat el risc de contagi. De cara a la resta de l'any, les decisions s'aniran prenent de forma més flexible, en funció de l'evolució dels indicadors de preus i d'activitat i tenint en compte en quina mesura els esdeveniments del març influeixen en aquesta evolució a través de tres canals fonamentals: confiança dels agents, condicions financeres i oferta de crèdit.

La primera valoració del mercat va ser que l'efecte desinflacionista ocasionat per les tensions financeres permetrà als bancs centrals ser una mica menys agressius en els propers mesos, la qual cosa va comportar una rebaixa important de les expectatives de tipus d'interès i, fins i tot, es van tornar a descomptar baixades de tipus als EUA a partir de l'estiu, enmig d'un procés de *risk-off*. No obstant això, és aviat per intentar estimar els efectes sobre el cicle d'activitat i sobre la inflació, ja que, mentre s'espera l'evolució del canal creditici, l'augment de les primes de risc de crèdit i els indicadors de volatilitat no han anat acompanyats d'un deteriorament de les expectatives dels agents, la qual cosa posa de manifest que la ràpida resposta dels bancs centrals ha contribuït a retornar una certa tranquil·litat.

Com sol succeir en els moments finals dels processos d'enduriment monetari, és lògic que l'estabilitat financera guanyi més protagonisme en la funció de reacció dels bancs centrals. De tota manera, a la vista d'accidents com el de l'SVB, el focus s'haurà de posar en la detecció (i la correcció) de models de negoci especialment fràgils. I en l'augment de la coordinació de la regulació i de la supervisió a nivell global, per evitar distorsions com les ocasionades per la intervenció del Credit Suisse en el funcionament d'importants segments dels mercats de renda fixa (AT1). El que sembla segur és que, una vegada més, afrontarem un any amb molta volatilitat al mercat, perquè, en un sol trimestre, hem assistit a tres canvis de tendència en el comportament dels actius financers mundials. I, durant el qual, es tornarà a posar a prova l'exigent mandat dels bancs centrals.

José Ramón Díez
Abril 2023

Cronologia

MARÇ 2023

16 El BCE apuja tipus en 50 p. b. i situa el *depo* en el 3,00% i el *refi* en el 3,50%.
18 Rússia i Ucraïna prolonguen l'acord que permet l'exportació de cereals i productes alimentaris connexos i de fertilitzants a través de la Mar Negra.
22 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 4,75%-5,00%.

GENER 2023

1 Croàcia entra a la zona de l'euro i a l'espai Schengen.
8 La Xina reobre les fronteres als viatgers estrangers després de tres anys.

NOVEMBRE 2022

2 La Fed apuja els tipus d'interès oficials en 75 p. b.
15 La població mundial arriba als 8.000 milions de persones.

FEBRER 2023

1 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 4,50%-4,75%.
2 El BCE apuja tipus en 50 p. b. i situa el *depo* en el 2,50% i el *refi* en el 3,00%.
6 Un terratrèmol de magnitud 7,8 sacseja Turquia i Síria, amb la xifra més elevada de morts des del 2010 i la cinquena del segle XXI.

DESEMBRE 2022

14 La Fed apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b.
15 El BCE apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b. i anuncia que reduirà les reinversions de l'APP.

OCTUBRE 2022

5 L'OPEP acorda retallar la producció de cru en 2 milions de barrils diaris en relació amb els nivells de l'agost del 2022.
23 Xi Jinping rep un tercer mandat com a secretari general del Partit Comunista de la Xina.
27 El BCE apuja els tipus d'interès oficials en 75 p. b.

Agenda

ABRIL 2023

3 Portugal: producció industrial (febrer).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
12 Espanya: comptes financers (4T).
Portugal: xifra de negocis del sector serveis (febrer).
18 Xina: PIB (1T).
24 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
27 Espanya: enquesta de població activa (1T).
Portugal: indicador de confiança d'empreses i consumidors (abril).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
EUA: PIB (1T).
28 Espanya: avanç del PIB (1T).
Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (març).
Zona de l'euro: PIB (1T).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).

MAIG 2023

2-3 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
5 Espanya: índex de producció industrial (març).
Portugal: crèdit de nova concessió (març).
9 Portugal: xifra de negocis a la indústria (març).
10 Portugal: ocupació i atur (1T).
12 Portugal: índex de costos laborals (1T).
18 Espanya: comerç exterior (març).
19 Portugal: ràting Moody's.
Japó: PIB (1T).
26 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
Espanya: ràting Fitch.
30 Espanya: avanç de l'IPC (maig).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (abril).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (maig).
31 Portugal: avanç de l'IPC (maig).

Sector immobiliari: aquesta vegada és diferent, a Espanya

Quan hi ha múltiples fronts oberts, és difícil identificar el flanc que, potencialment, pot ser més vulnerable i protegir-lo a temps. Aquesta és la sensació que un pot tenir en el context actual. Fins avui, l'activitat econòmica dels principals països desenvolupats està resistint millor del que s'esperava. Destaquen la recuperació de la confiança empresarial i, sobretot, les bones xifres de creació d'ocupació. Això ha propiciat una lleugera millora de les perspectives de creixement del consens d'analistes.

No obstant això, els riscos que envolten l'economia global són nombrosos i no van a la baixa. En les últimes setmanes, tota l'atenció s'ha centrat en el flanc financer per valorar de forma adequada l'impacte que podrien tenir les turbulències generades pel Silicon Valley Bank i pel Credit Suisse. En canvi, en els mesos precedents, les energies es van concentrar a estimar les conseqüències de la crisi energètica, l'abast de les pressions inflacionistes o la capacitat dels bancs centrals per neutralitzar-la, desafiaments encara molt presents.

Tots aquests fronts són difícils de calibrar, però són importants. No es poden perdre de vista. Un altre àmbit que fins avui ha quedat en un segon pla, i l'evolució del qual també cal mantenir al radar, és el sector immobiliari. Com ho va demostrar la crisi financera de fa ja més d'una dècada, l'evolució d'aquest sector pot acabar afectant el conjunt de l'economia. En els últims trimestres, després d'anys de fort creixement, en diversos països desenvolupats ha començat a patir un ajust.

Un dels millors termòmetres per seguir la situació del sector l'ofereix l'OCDE, amb una base de dades que cobreix 45 països, dels quals més de dues terceres parts ja presenten una taxa negativa del creixement del preu real de l'habitatge. Una altra dada que crida l'atenció: segons els indicadors de la Fed de Dallas, hi ha cinc països en què el preu de l'habitatge es troba clarament per damunt dels nivells d'equilibri i en què, per tant, l'ajust del preu de l'habitatge podria ser destacable.

Tot això s'analitza amb deteniment en diversos articles del present *Informe Mensual*. Entre els països en què l'ajust pot ser substancial es troben els EUA, Suècia, Alemanya o el Regne Unit, amb caigudes que, segons les estimacions, es podrien situar entre el 15% i el 20% en termes acumulats en els propers anys. És igualment destacable que l'economia espanyola no es troba a la llista de països amb majors desequilibris. De fet, a nivell agregat, no s'estima que sigui necessari un ajust material en el preu de l'habitatge.

Més enllà dels preus de l'habitatge, hi ha diversos indicadors que mostren que, després d'anys reequilibrant-se, el sector immobiliari espanyol presenta una salut raonablement bona. D'una banda, el pes del sector es troba lluny del protagonisme excessiu que va assolir fa 15 anys. La inversió residencial representa el 5,5% del PIB, menys de la meitat que el 2007. És igualment important que l'activitat del sector se sustenta en nivells de deute molt inferiors als de fa una dècada. En concret, el deute de les llars se situa en el 54% del PIB, per sota dels registres de la zona de l'euro i lluny del 82% assolit el 2008. A més a més, cal destacar que el gros de les hipoteques que s'han concedit en els últims anys són a tipus fix, la qual cosa limita l'impacte de l'augment dels tipus d'interès que està duent a terme el BCE. Finalment, també és destacable que l'exposició del sector bancari al crèdit promotor i a la construcció és ara molt més continguda, ja que representa el 7% del total del crèdit, menys d'una tercera part que el 2007.

Als països on el sector immobiliari presenta desequilibris a nivell agregat, cal esperar que es produeixi un ajust destacable en els propers anys, el qual, *a priori*, es podria dur a terme de manera gradual. La bona situació en què es troba el mercat laboral, així com una situació financera de les llars globalment sanejada, limita els problemes d'accessibilitat i hauria d'evitar que s'activin mecanismes de retroalimentació de caiguda de preus. No obstant això, perquè es compleixi aquest escenari, és de summa importància que les pressions inflacionistes es vagin moderant en els propers mesos i permetin que els bancs centrals deixin d'augmentar els tipus d'interès. Malgrat que, a Espanya, el sector immobiliari es troba en una posició de relativa fortalesa, un aterratge brusc del sector als principals països desenvolupats podria provocar un enduriment de les condicions financeres internacionals i una menor puixança de l'activitat econòmica global, la qual cosa limitaria la capacitat de recuperació de l'economia espanyola.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,00	3,75
Líbor 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	4,75	3,50
Líbor 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,00	2,80
Deute públic 10 anys	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	2,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,00	3,00
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,41	2,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,36	2,42
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,31	2,35
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,38	2,46
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	3,44	2,56
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,20	2,50
Deute públic 10 anys	4,31	1,54	–0,57	–0,31	2,13	3,00	2,80
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,23	2,93
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,38	3,15
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	4,10	3,80
Prima de risc	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	–0,61	–0,64	2,45	3,46	3,20
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,57	3,38
Deute públic 10 anys	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	4,05	3,80
Prima de risc	19	314	60	65	97	105	100
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,10	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,0	69,8

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 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	–3,0	6,0	3,1	2,7	3,4
Països desenvolupats	*2,6*	*1,4*	*–4,4*	*5,2*	*2,6*	*1,0*	*1,7*
Estats Units	2,7	1,7	–2,8	5,9	2,1	0,9	1,4
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,3	5,3	3,5	0,5	1,6
Alemanya	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	0,0	1,5
França	2,2	1,0	–7,9	6,8	2,6	0,3	1,4
Itàlia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	0,4	1,1
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
Espanya	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Japó	1,4	0,4	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Regne Unit	2,6	1,3	–11,0	7,6	4,0	–0,9	–0,2
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,9*	*–1,9*	*6,6*	*3,5*	*3,9*	*4,5*
Xina	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,2	5,1
Índia	7,2	6,8	–6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	–3,3	5,0	2,9	0,9	1,8
Mèxic	2,4	1,9	–8,0	4,7	3,1	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	–2,7	4,8	–2,1	–3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	3,0	3,2
Polònia	4,2	3,7	–2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,2*	*4,0*	*2,0*
Estats Units	2,8	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1	2,7
Zona de l'euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemanya	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,9	3,0
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,3	2,6
Itàlia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	5,9	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Espanya	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Japó	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,5	2,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	5,7	2,9
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,9*	*9,7*	*7,4*	*5,6*
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,0
Mèxic	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	36,4	29,0
Polònia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,9	7,0	3,7

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 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	0,0	–12,4	6,0	4,5	0,7	2,3
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,7	2,2	0,5
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,6	–1,7	2,6
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	4,0	–4,5	3,4
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,7	–0,3	2,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	5,8	–0,3	7,6	6,5	2,9	1,1	1,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,4	1,0	2,0
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,9	–0,5	2,0
Producte interior brut	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**5,5**	**1,3**	**1,9**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	1,1	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,8	12,4
Índex de preus de consum	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,5	2,4
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,9	0,3	1,0
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–6,5	–10,3	–6,9	–4,8	–4,0	–3,3

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,5	–7,0	4,7	5,7	0,4	0,9
Consum de les AP	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,4	1,0	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	4,4	8,2
Béns d'equipament	3,2	2,6	–5,4	13,9	4,5	–	–
Construcció	–1,5	–2,6	1,0	5,5	0,8	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	–5,3	5,7	4,8	1,2	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	–18,8	13,4	16,7	4,3	6,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	4,7	6,3
Producte interior brut	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**1,0**	**2,1**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	0,1	0,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,4	6,1
Índex de preus de consum	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–1,2	–1,4	–0,6	–0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	0,6	–0,5	1,3	1,3
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–1,1	–0,9	–0,8

Previsions

Les turbulències financeres s'intensifiquen, però no ofeguen el mercat ni els bancs centrals

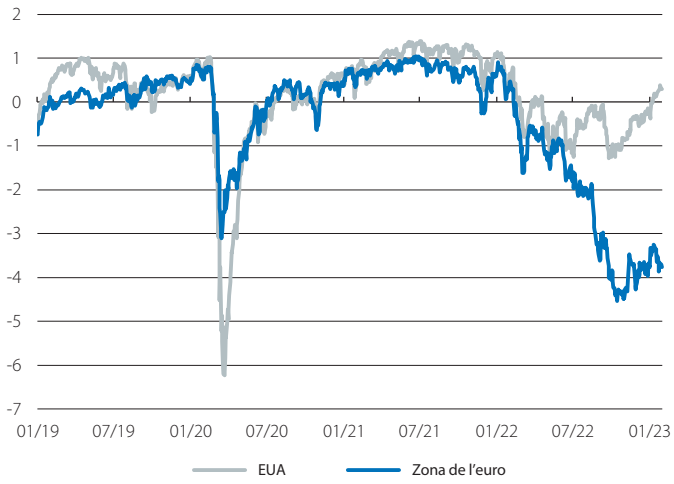
El mercat supera una primera materialització dels riscos de les pujades de tipus. Al març, el mercat ha experimentat el tercer gran moviment des de l'inici de l'any. Si el gener va estar marcat per la desacceleració de la inflació i per una renovada apetència pel risc, revertida al febrer per la resiliència del cicle i dels preus, al març, la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) als EUA va generar un episodi de pànic breu però intens. Així, les expectatives de tipus d'interès van acabar el trimestre al nivell de mitjan gener –tot i que per raons molt diferents– amb nivells terminals més baixos i breus (és a dir, sostinguts durant menys temps) a les dues bandes de l'Atlàntic. D'altra banda, el paper sobirà nord-americà a 2 anys va experimentar el seu major *rally* en els 35 últims anys després del col·lapse de l'SVB, amb la rendibilitat caient més de 130 p. b. en tot just una setmana. Aquesta volatilitat no va ser tan intensa als mercats borsaris, on les reculades es van concentrar a la banca i en altres sectors molt exposats als tipus d'interès (en gran part ja corregits a Europa). Les primeres matèries, llastades per una demanda feble en els últims mesos, també van patir amb la inestabilitat.

Un tipus terminal més baix i breu. El repunt global d'aversió al risc va generar una volatilitat molt elevada en les expectatives de tipus d'interès al març. Al començament del mes, la inflació persistent i la resiliència de l'activitat van dur el mercat a descomptar tipus terminals del 4,25% a Europa i fins al 5,75% als EUA, però el col·lapse de l'SVB i la venda de Credit Suisse van revertir intensament aquests moviments. Els implícits del mercat monetari van passar, així, de descomptar pujades de fins a 175 p. b. i 100 p. b. a Europa i als EUA, respectivament, a, fins i tot, descomptar baixades de tipus cap a l'estiu en el cas de la Fed. Després de remetre el pànic, el BCE va augmentar els tipus en 50 p. b. en la reunió del març, la qual cosa va portar el tipus *depo* fins al 3,0%, tot i que va abandonar qualsevol tipus de *forward guidance*. La Fed també va apujar els tipus en 25 p. b., tot i que va assenyalar el final proper del cicle de pujades de tipus. Al final del mes, unes dades d'inflació europea amb més inèrcia van arrossegar de nou les expectatives de tipus a l'alça i van descomptar un nivell terminal del BCE del 3,5%, mentre que, als EUA, les expectatives es van quedar en una última pujada de 25 p. b. al maig per a la Fed.

La rendibilitat del deute sobirà pateix un enfonsament sobtat i desencadena una volatilitat elevada. Les expectatives volàtils dels tipus d'interès van arrossegar també les cotitzacions del deute públic a les dues bandes de l'Atlàntic, en especial les referències a més curt termini. Així, la rendibilitat del bo sobirà alemany a 2 anys, que, al començament del mes, va assolir màxims des de la crisi financera al voltant del 3,3%, va cedir més de 100 p. b. amb l'*affaire* Credit Suisse i, un cop digerida la pujada de tipus del BCE i superades les turbulències, va recuperar uns 40 p. b. Més intensa, fins i tot, va ser la cessió de la referència nord-americana a 2 anys, que, en el seu major *rally* des del 1987, va arribar a perdre 130 p. b. en relació amb els màxims del 5% del començament de març. De manera coherent amb un final imminent de les pujades de tipus de la Fed, la recuperació dels tipus a 2 anys en l'última setmana també

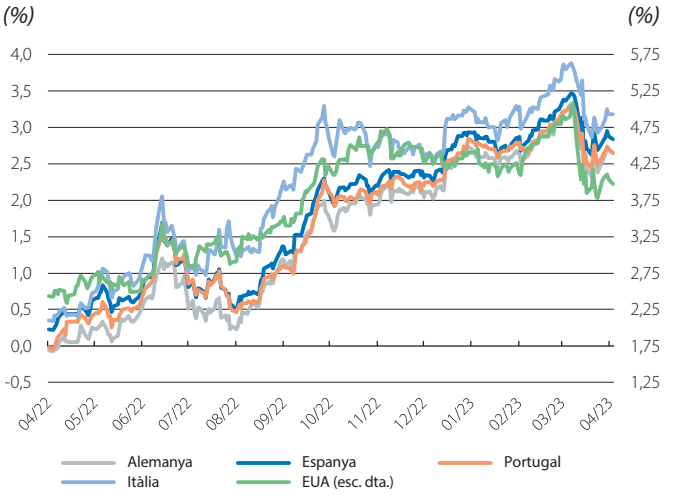
Condicions financeres

Índex (0 = mitjana històrica)



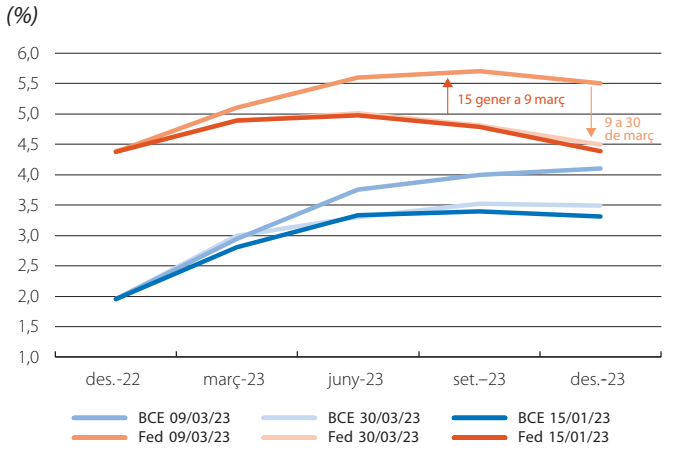
Nota: *Valors més negatius indiquen condicions més tensionades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 2 anys



Nota: *Alemanya, Espanya, Itàlia i Portugal (esc. esq.).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

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



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

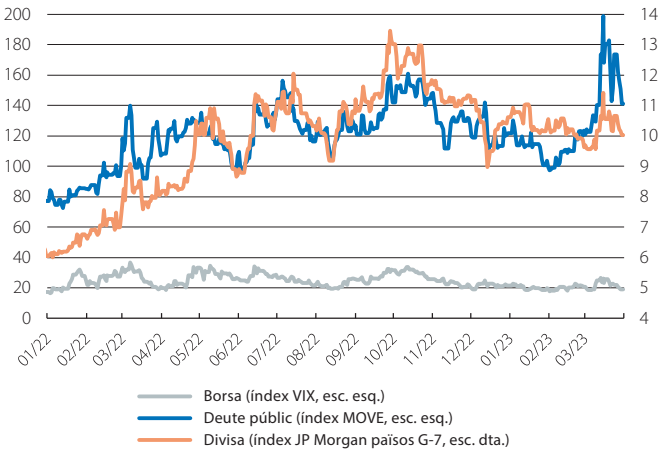
ha estat menor, al voltant dels 25 p. b. Les referències a més llarg termini (10 anys), per la seva banda, van experimentar cessions al voltant dels 65 p. b. en el mes. La volatilitat del bo sobirà nord-americà ha estat la més intensa des del 2008, la qual cosa va causar un fort deteriorament de la liquiditat del mercat i de les condicions financeres, fins que l'obertura de la Fed d'una nova finestreta de descompte de paper públic va alleujar les tensions. Aquest moviment, correlatiu amb el fet que la inestabilitat es va originar en una mala gestió de la pujada de tipus per part de l'SVB, no va arribar a contagiar els mercats d'accions, tot i que sí que va contaminar els de divises, molt dirigits pels diferencials de tipus d'interès.

La volatilitat no impedeix que les borses mundials encadenin dos trimestres consecutius en verd. Els principals índexs borsaris van tancar al març dos trimestres consecutius en positiu, una mostra de la gradual –i no sempre lineal– recuperació de l'apetència pel risc a mesura que el cicle de pujades de tipus arriba al seu final. Al març, tot i que el mercat borsari no va patir un episodi de volatilitat tan intens com el del deute sobirà, les cotitzacions de les companyies més exposades als tipus sí que van experimentar moviments d'entitat. És el cas del sector bancari, on les caigudes més severes (el –30%) van ser en bancs nord-americans petits, epicentre de l'episodi d'inestabilitat. Si es tenen en compte els bancs més grans, però, les caigudes que van arribar a patir en el mes les cotitzacions dels bancs van ser inferiors (al voltant del –20%), tant a Europa com als EUA. En el cas d'Europa, aquesta caiguda es va donar sobre una pujada acumulada des de l'estiu del +40% als bancs de l'Stoxx600, i el rebot en l'última setmana del mes també va ser més intens (el +6,5%). Correlativament, els índexs nacionals amb més presència del sector bancari, l'IBEX 35 i el Mib, es van veure beneficiats, tant en l'embranzida final del mes com en els dos últims trimestres, pel bon funcionament de les accions dels bancs. L'índex Nasdaq100 d'empreses tecnològiques dels EUA també es va beneficiar de les expectatives d'un tipus terminal més baix i per menys temps i va acumular el +12% al març.

La feblesa de la demanda mundial llasta la cotització de les primeres matèries. Els preus de les primeres matèries van viure un mes de menys a més. El preu del barril de Brent va sumar el cinquè mes consecutiu de pèrdues, tot i que va aconseguir recuperar els 80 dòlars després d'haver cedit fins a nivells mínims en 15 mesos (73 dòlars) en el moment de major volatilitat. Als obstacles al subministrament de les refineries generats per les vagues a França i per la interrupció de la producció iraquiana, es va sumar el sorprenent anunci de l'OPEP+ d'aplicar, des del maig i fins al final de l'any, una reducció de la producció d'1,16 milions de barrils diaris (mbd), addicional a les retallades de 2 mbd establertes al novembre. Per la seva banda, el preu del gas natural europeu (el TTF holandès) també es va abaratir i va cotitzar entre els 40 i 50 euros/MWh, gràcies a l'elevat nivell de reserves a Europa (el més alt, en aquest període de l'any, en més d'una dècada). Addicionalment, la UE va aprovar l'extensió de les mitjanes, voluntàries, d'emergència per reduir la demanda de gas al 15% fins al 31 de març del 2024 i planeja expandir la capacitat de recepció de gas liquat en gairebé un terç l'any vinent. No obstant això, aspectes com l'esperat augment de la demanda de gas des d'Àsia a partir de l'estiu i l'atractiu dels preus del gas en aquests nivells en relació amb el carbó i el petroli per a algunes centrals elèctriques i per a alguns usuaris industrials van servir de suport a la recuperació dels preus futurs per damunt dels 50 euros.

Volatilitat implícita als mercats financers

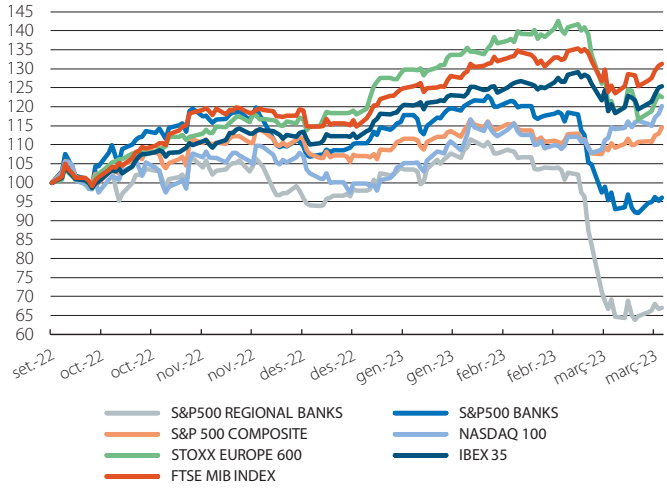
Índex *Índex*



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

Principals borses internacionals

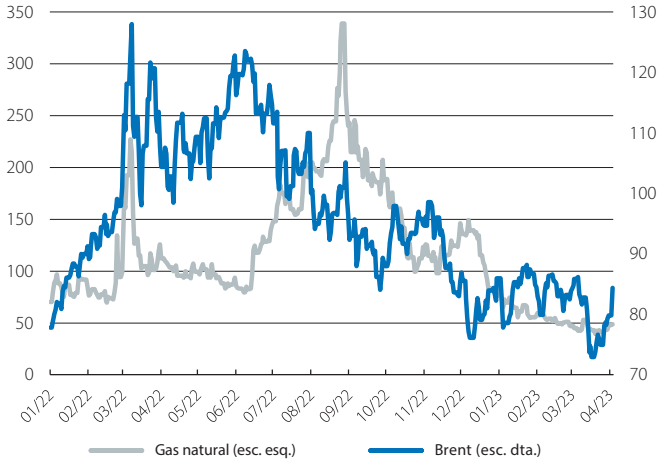
Índex (100 = 30 setembre 2022)



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

Preus del gas natural i del petroli

(€/MWh) *($/barril)*



Nota: *El preu del gas natural correspon al TTF holandès.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

La intervenció del Silicon Valley Bank i les seves implicacions

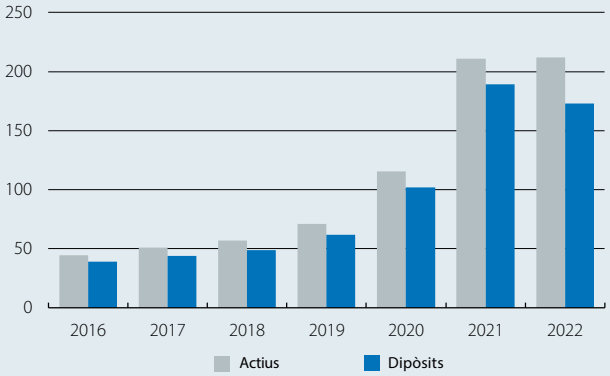
Des de la primera meitat del 2022, els principals bancs centrals han apujat els tipus d'interès oficials de manera ràpida i contundent per tractar de contenir la inflació. El Silicon Valley Bank (SVB), setzè banc per volum d'actius dels EUA, i, malgrat això, una entitat que no estava supervisada directament per la Fed ni estava subjecta als mateixos requisits prudencials que els bancs més grans del país, no va poder resistir aquest escenari.

A causa de la composició del seu balanç, l'SVB era una entitat especialment vulnerable a un escenari de pujades abruptes de tipus d'interès. En concret, es tractava d'un banc amb una base de dipòsits molt concentrada en grans empreses del sector tecnològic, predominant a Silicon Valley. Aquests dipòsits s'havien multiplicat per tres des del 2018 (vegeu el primer gràfic) i més del 95% no estaven garantits pel Fons de Garantia de Dipòsits (FDIC).[1] Els dipòsits de les grans empreses tendeixen a caracteritzar-se per una major volatilitat i per requerir una remuneració relativament alta. Per la part de l'actiu, l'entitat va vehicular aquesta liquiditat cap a l'adquisició d'actius de baix risc, però amb venciments a llarg termini i a un tipus d'interès fix, com deute sobirà dels EUA i *mortgage-backed securites*. Malgrat el baix perfil de risc de crèdit d'aquests actius, el balanç de l'SVB estava enormement exposat al risc de tipus d'interès: davant un augment de tipus, els passius s'encarien de manera notable (en línia amb els tipus a curt termini), mentre que l'actiu rendia un tipus fix més baix. És a dir, que, després de la pujada de tipus d'interès, l'SVB s'enfrontava a fortes pressions sobre la seva rendibilitat.

L'SVB va dissenyar un pla per alleujar aquest problema de rendibilitat que amenaçava el seu *rating*. El problema va ser que no va poder sobreviure a la seva execució. El pla consistia a vendre una part de la cartera d'actius amb baixa rendibilitat per reinvertir-la en deute a més curt termini, que, en l'actualitat, rendeix molt més. Amb aquesta rendibilitat al seu actiu, ja podria pagar els dipositants sense incórrer en pèrdues. Després de vendre el deute, l'SVB va haver d'aflorar pèrdues, perquè, en un entorn de tipus d'interès més alts, aquests bons valien menys del que havia pagat per ells. I, per cobrir aquestes pèrdues, es va dissenyar una ampliació de capital, que, desafortunadament, no va despertar prou interès. Els rumors sobre els problemes de l'SVB per gestionar aquesta situació, que es van estendre ràpidament per les xarxes socials, van provocar una estampida dels dipositants en 24 hores. Un dia després, les autoritats intervenien l'entitat.

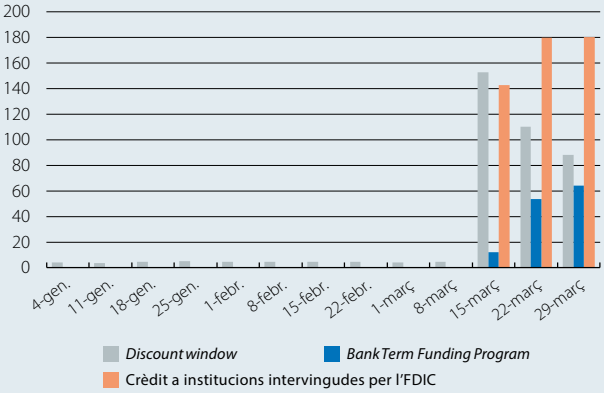
1. Dada al final del 2022, segons l'informe anual lliurat per l'SVB a la SEC. L'FDIC garanteix els dipòsits fins als 250.000 dòlars. Les quantitats que superen aquest llindar són més vulnerables als pànics bancaris.

Silicon Valley Bank: dipòsits i actius en balanç
(Milers de milions de dòlars)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'SNL i de la presentació de resultats de l'SVB.*

Balanç de la Reserva Federal – préstecs a entitats de crèdit
(Milers de milions de dòlars)



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

Per calmar els mercats financers i donar confiança als dipositants, el tresor dels EUA va garantir tots els dipòsits de l'SVB, fins i tot els superiors a 250.000 dòlars, i la Reserva Federal va crear un programa per donar liquiditat al sector financer[2] i va facilitar l'accés al *discount window* (el principal instrument que dona liquiditat als bancs), eines que han estat utilitzades per les entitats bancàries en les últimes setmanes (vegeu el segon gràfic).

Aquestes tensions van tenir reverberacions a l'altre costat de l'Atlàntic al cap d'uns dies, quan el focus dels mercats financers va caure sobre el Credit Suisse (CS), una entitat amb bones mètriques de capital i de liquiditat però que arrossegava problemes reputacionals, que havia patit pèrdues per operacions fallides (com les caigudes d'Archegos i de Greensill Capital) i que, de manera relativament anàlo-

2. El *Bank Term Funding Program*.

ga a l'SVB, tenia una base de dipòsits poc coberta per la garantia de dipòsits. En aquest cas, el que va provocar una fugida accelerada de dipòsits van ser les declaracions del seu principal accionista, en què advertia que, en cas que fos necessària, no estaria disposat a acudir a una ampliació de capital. Després de patir fortes caigudes en borsa, i per frenar la sortida de dipòsits i apaivagar els ànims dels mercats financers, el banc central i el Govern de Suïssa van facilitar el procés d'adquisició del banc per part d'UBS, que es va acabar formalitzant durant el cap de setmana del 18 de març. Entre altres decisions, com a part d'aquesta operació, les autoritats suïsses van decidir que una part del deute del CS (coneguda com AT1) perdés tot el seu valor, una mesura que va generar una certa controvèrsia, perquè els accionistes (que, en principi, són els que haurien d'assumir les pèrdues més grans) no van perdre tot el valor de les seves inversions al CS.

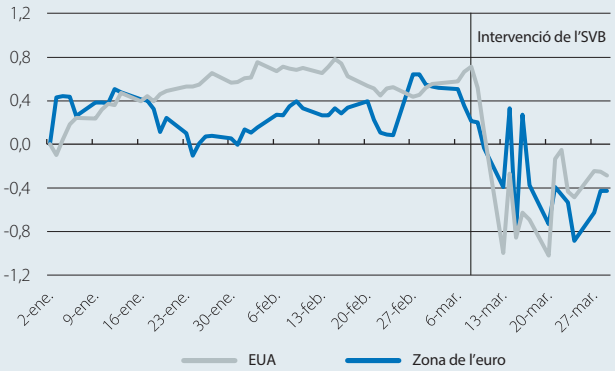
Aquests episodis han tingut múltiples impactes sobre els mercats financers. En primer lloc, s'han revisat a la baixa les expectatives dels inversors sobre els tipus d'interès dels bancs centrals en els següents mesos. Si, abans de la intervenció de l'SVB, s'esperava que la Fed apugés els tipus d'interès fins al 5,75% i que s'hi mantinguessin fins al final de l'any, ara els mercats cotitzen que els tipus assoliran el 5,25% i que, en la segona meitat del 2023, la Fed començarà retallar-los per deixar-los en el 4% al final de l'any. En el cas del BCE, abans, els mercats cotitzaven un nivell terminal en el 4%, que es mantindria fins al començament del 2024, mentre que ara aposten que el BCE situarà el *depo* en un màxim del 3,50% en la segona meitat del 2023.

En segon lloc, les cotitzacions borsàries del sector bancari van caure amb força, tant per la revisió de les expectatives sobre els bancs centrals (que havien afavorit les valoracions del sector en mesos previs) com per la percepció d'inestabilitat financera. Així, en el conjunt de març, el sector bancari va caure a Europa i als EUA el 14% i el 19%, respectivament, i l'Euro Stoxx 600 i l'S&P 500 van registrar el –0,7% i el +3,5%. En tercer lloc, les condicions financeres s'han tensionat, tal com es pot observar a l'últim gràfic. A més a més, als EUA, s'ha produït un cert transvasament de dipòsits des d'entitats petites i mitjanes a entitats més grans. L'enduriment de les condicions financeres, si es manté en el temps, podria tenir un impacte sobre l'activitat econòmica, possiblement més visible durant la segona meitat del 2023. Sembla que els EUA són més vulnerables a aquests riscos, la qual cosa redueix les possibilitats d'un *soft landing* de l'activitat el 2023.

Ricard Murillo Gili

Condicions financeres

Índex



Nota: *Valors més baixos (més alts) indiquen un tensionament (un relaxament) de les condicions financeres*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès (%)

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,50	3,00	50	100,0	350,0
Euríbor 3 mesos	3,04	2,74	29	90,6	349,9
Euríbor 12 mesos	3,62	3,73	–10	33,1	370,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,01	3,21	–20	40,8	343,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,68	3,14	–45	–8,1	275,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,29	2,65	–36	–27,9	173,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,30	3,60	–30	–35,9	183,2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,12	3,51	–39	–46,2	174,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,00	4,75	25	50,0	450,0
Líbor 3 mesos	5,19	4,97	22	42,5	423,1
Líbor 12 mesos	5,31	5,68	–38	–17,7	313,4
Deute públic a 1 any	4,59	4,98	–39	–9,6	292,6
Deute públic a 2 anys	4,03	4,82	–79	–40,1	156,9
Deute públic a 10 anys	3,47	3,92	–45	–40,7	108,5

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

	31-març	28-febrer	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	85	79	6	–5,4	12,9
Itraxx Financer Sènior	99	88	10	–0,4	17,5
Itraxx Financer Subordinat	184	154	30	11,8	28,5

Tipus de canvi

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,084	1,058	2,5	1,3	–1,8
EUR/JPY (iens per euro)	144,090	143,990	0,1	2,6	6,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,879	0,880	–0,1	–0,7	4,4
USD/JPY (iens per dòlar)	132,860	136,170	–2,4	1,3	8,4

Primeres matèries

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	550,6	548,5	0,4	–0,7	–13,0
Brent ($/barril)	79,8	83,9	–4,9	–7,1	–26,1
Or ($/unça)	1.969,3	1.826,9	7,8	8,0	2,3

Renda variable

	31-març	28-febrer	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.109,3	3.970,2	3,5	7,0	–9,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.315,1	4.238,4	1,8	13,7	10,1
Ibex 35 (Espanya)	9.232,5	9.394,6	–1,7	12,2	8,6
PSI 20 (Portugal)	6.046,6	6.057,2	–0,2	5,6	1,0
Nikkei 225 (Japó)	28.041,5	27.445,6	2,2	7,5	1,4
MSCI emergents	990,3	964,0	2,7	3,5	–13,6

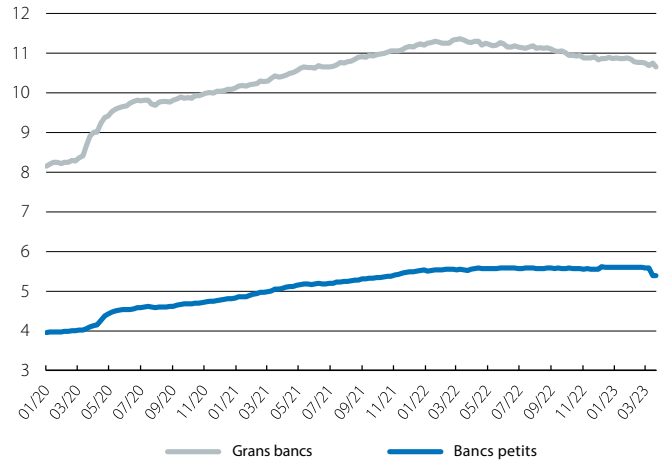
Triangle amorós a l'economia internacional: activitat, inflació i estabilitat financera

L'escenari econòmic guanya nous ingredients. Al març, el gros dels indicadors publicats va reiterar un panorama de menys feblesa en les xifres d'activitat i de més inèrcia en les pressions dels preus subjacents. No obstant això, la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) va generar turbulències financeres i va posar de manifest que les ràpides i contundents pujades de tipus dels bancs centrals estan endurint les condicions financeres (vegeu més detalls de l'episodi a la conjuntura de Mercats financers d'aquest informe). Malgrat que el seu efecte no és encara fàcilment visible en les dades macroeconòmiques, l'enduriment monetari apunta a un cert canvi de perfil en l'escenari econòmic: dades més resilients a curt termini, però menys pròsperes en el tram final de l'any, quan les pujades de tipus dels bancs centrals ja hauran tingut temps de filtrar-se al conjunt de l'economia i s'hauria de visibilitzar el seu impacte sobre els grans agregats econòmics. Per exemple, als EUA, l'episodi de l'SVB va generar un cert transvasament de dipòsits des de les entitats petites i mitjanes cap a les més grans. Els dipòsits continuen sent notablement elevats, però aquest moviment ressalta l'exigència sobre l'anomenada «banca regional» nord-americana. I, tenint en compte que és un subsector important en el crèdit comercial, industrial i immobiliari, pot pesar sobre les possibilitats d'un aterratge suau el 2023.

El mercat laboral, un puntal de suport. Els preus de l'energia (molt més distesos que el 2022, però, així i tot, elevats en relació amb les cotes prepandèmia), la inflació alta, l'enduriment monetari i les seves derivades, i la incertesa continuen bufant de cara i dificultant el funcionament de l'economia mundial. Però, malgrat els vents adversos, el mercat laboral de les principals economies internacionals manté un funcionament robust, tant en creació d'ocupació i en un atur baix com en dinamisme salarial. Així, als EUA i a la zona de l'euro, les taxes d'atur es mantenen en mínims del cicle econòmic o molt a la vora d'ells (el 3,6% i el 6,6% al febrer, respectivament), mentre creix la participació laboral (el 74% i el 79% entre els més joves de 65 anys, respectivament, en els dos casos gairebé 0,5 p. p. més que un any enrere). Per la seva banda, el creixement salarial es va accelerar fins al 5% al final del 2022 a la zona de l'euro, segons les dades d'Eurostat (en concret, el component salarial dels costos laborals per hora), mentre que, als EUA, diferents indicadors el situen entre el 4,6% (ingressos salarials mitjans per hora) i el 6,1% (indicador de la Fed d'Atlanta), una mica per sota dels màxims assolits el 2022.

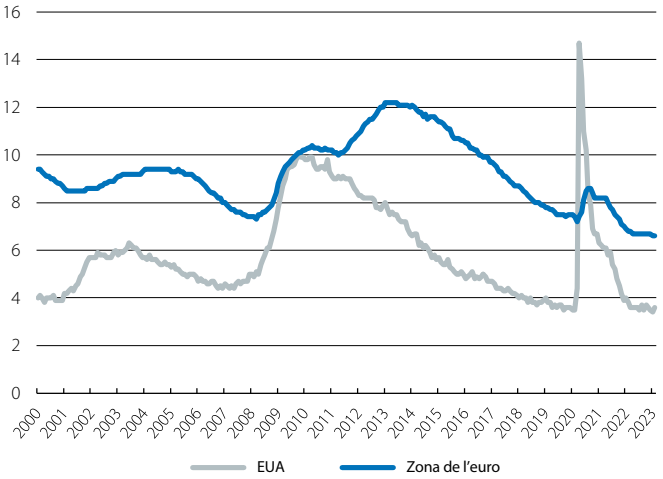
Canvi de composició en la inflació. El 2022, el repunt dramàtic dels preus energètics per als consumidors europeus (amb creixements superiors al 40% interanual en diferents moments) es va convertir en la principal causa de les elevades taxes d'inflació, tant de manera directa (el component energètic explicava el 50% de tota la inflació) com indirecta (a través de la pressió sobre els costos productius, el repunt de l'energia es va traslladar, i continua fent-ho, al conjunt de la cistella de béns i de serveis). No obstant això, tant per efectes de base com per la distensió dels preus energètics que s'ha consolidat en els últims mesos, la pres-

EUA: dipòsits bancaris per dimensió de l'entitat
(Bilions de dòlars)



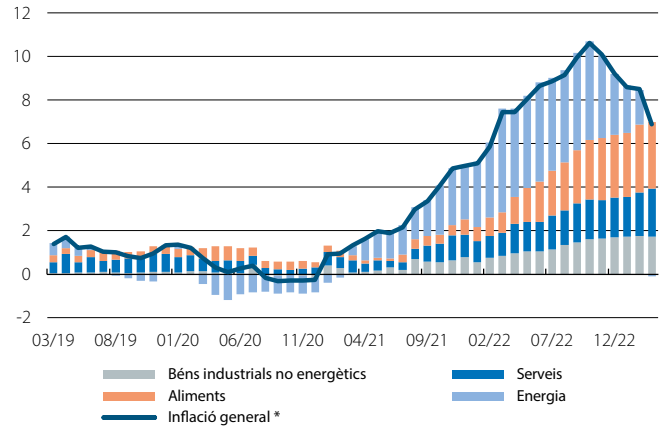
Notes: *Dades desestacionalitzades. Última dada: 22 de març del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal dels EUA.*

Taxa d'atur
(%)



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

Zona de l'euro: contribucions a la variació interanual de l'IPCH *
(p. p.)



Nota: ** Variació interanual de l'IPCH (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

sió alcista de l'energia s'està esvaint. Per aquest motiu, al març, la inflació general de la zona de l'euro va caure amb força fins al 6,9% (–1,6 p. p.), amb la primera contribució negativa dels preus energètics des del 2021. Aquesta dinàmica, que hauria de continuar fins al final d'enguany, comporta una recomposició de la inflació europea, ara amb més presència dels aliments, dels béns no energètics i dels serveis. De fet, la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) es va accelerar fins al 5,7% (+0,1 p. p.). Aquesta menor distància entre la inflació general i la inflació nucli s'assembla al cas dels EUA, on, al febrer, la general va baixar fins al 6,0% interanual i la nucli es va situar en el 5,5%.

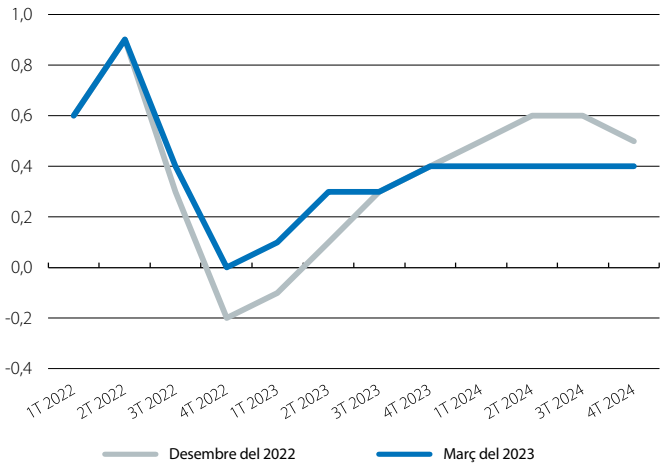
Resiliència de l'activitat: versió europea. Després d'evitar la contracció en el 4T (PIB estanc, gràcies a l'embranzida del +0,9% intertrimestral de la despesa pública, en relació amb el –0,9% del consum privat), la zona de l'euro va guanyar tracció en el 1T 2023, amb un PMI compost en zona expansiva i accelerant-se (54,1 punts al març). La millora va ser generalitzada per països, però amb disparitat entre sectors (creixement en serveis, amb 53,0 punts en el conjunt del trimestre, però contracció en les manufactures, amb una mitjana trimestral de 48,2). Altres indicadors mostren un funcionament més mixt. D'una banda, l'índex de sentiment ESI ha frenat la recuperació i s'ha estancat en els últims mesos (99,3 punts al març, +5,5 punts en relació amb la tardor, però –0,4 en relació amb el gener). De l'altra, les últimes xifres de vendes al detall i de producció industrial van registrar un rebot intermensual al gener del 2023, però la seva comparativa interanual reflecteix un funcionament relativament modest (el +0,3% i el +0,7%, respectivament). Tot plegat dibuixa una activitat més resilient, però que no defuig un context de relativa feblesa, ben resumit per l'actualització del març en les previsions del BCE: en lloc d'una contracció del 0,1% intertrimestral, ara l'entitat preveu que, en el 1T 2023, el PIB avançarà el 0,1%.

Resiliència econòmica: versió americana. Per la seva banda, sembla que l'activitat nord-americana és més sòlida, i, després d'un avanç del 0,6% intertrimestral en el 4T 2022, el model de previsió de la Fed d'Atlanta suggeria un creixement del PIB semblant en el 1T 2023. Així i tot, les repercussions de la caiguda de l'SVB són un nou vent de cara que els indicadors disponibles encara no recullen. I és que, de fet, al març, la confiança dels consumidors del Conference Board va millorar en 0,8 punts, fins als 104,2, mentre que el PMI compost es va allunyar de la zona contractiva en assolir els 53,3 punts (50,1 al febrer).

La Xina consolida la seva reactivació. Sembla que l'economia xinesa està arrencant amb força després de l'abandonament de l'estratègia de COVID zero, i tot apunta a un rebot sòlid del PIB en aquests primers mesos del 2023, que deixa enrere l'estancament econòmic del final del 2022. En concret, diferents indicadors de mobilitat (com els viatges amb metro) han saltat per damunt dels valors prepandèmia, mentre que els índexs PMI s'han situat en terreny àmpliament expansiu al llarg de tot el 1T (mitjana de 56,3 punts al sector serveis i de 51,5 al de manufactures). Així mateix, les vendes al detall van avançar el 3,5% interanual en el conjunt del gener i del febrer, amb una millora generalitzada entre béns i serveis. En aquest context de reactivació, al març es va constituir la catorzena Assemblea Nacional Popular, on el Govern va anunciar un objectiu de creixement «al voltant del 5%» per a enguany, inferior al 5,5% i al 6,0% dels anys anteriors.

Zona de l'euro: projeccions del BCE per al PIB

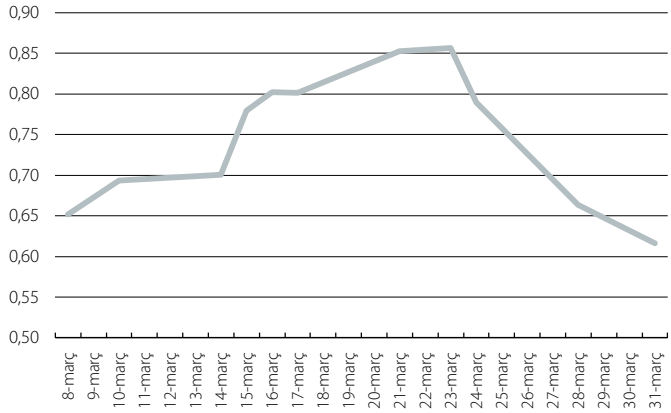
Variació intertrimestral (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de les projeccions macroeconòmiques del BCE del desembre del 2022 i del març del 2023.*

*EUA: previsió del PIB del 1T 2023 segons GDPNow **

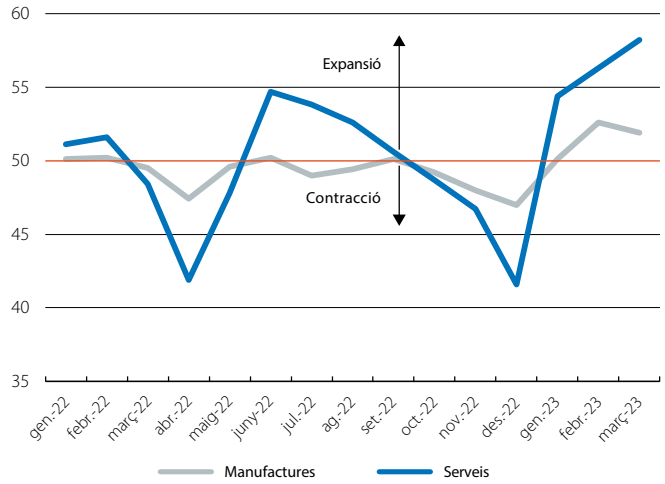
Variació intertrimestral (%)



Notes: ** GDPNow és el model* nowcasting *de la Fed d'Atlanta. L'evolució mostra com canvia la previsió a mesura que es van publicant indicadors.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed d'Atlanta.*

Xina: PMI

Nivell



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

La resposta de la UE a l'*Inflation Reduction Act*: «no hi ha postres fins que no t'acabis el sopar»

El compliment dels objectius climàtics depèn molt de la inversió, pública i privada, i dels seus efectes sobre el desenvolupament de noves tecnologies. Per aquest motiu, des de la COVID, una gran part de l'impuls econòmic s'ha centrat en incentivar aquesta transició ecològica. En el cas dels EUA, a l'agost del 2022, es va aprovar l'*Inflation Reduction Act* (IRA), un conjunt d'ajuts públics amb els quals l'Administració Biden pretén estimular el consum, la producció i la inversió mediambientalment sostenible. No obstant això, aquesta voluntat comporta algunes clàusules proteccionistes que han desencadenat protestes per part de la UE.

Què és l'IRA?

L'IRA és un pla dotat amb uns 400.000 milions de dòlars, que es desemborsaran en la dècada vinent, però l'impacte dels quals sobre les arques del Tresor nord-americà aspira a ser positiu.[1] Per partides, més del 60% d'aquests ajuts es destinaran al sector de l'energia, el 12% a la indústria i un altre 12% a la millora del medi ambient. Que la principal economia del món vulgui fomentar la transició ecològica és una bona notícia per al planeta, però el biaix proteccionista dels principals subsidis del pla no ho és. En concret, per a alguns ajuts de l'IRA, la subvenció o el crèdit fiscal augmenta si la producció del bé o del servei compleix uns criteris de producció domèstica[2] o es localitza en un país amb el qual existeixi un tractat de lliure comerç. Aquestes clàusules són contràries a les disposicions de l'Organització Mundial del Comerç (OMC), i la UE considera que són una competència deslleial dels EUA, la qual cosa amenaça amb generar una guerra de subsidis entre les principals economies del món. S'estima que els subsidis potencialment susceptibles de trencar les normes de l'OMC podrien superar els 75.000 milions de dòlars, tot i que aquesta estimació és incerta, perquè diversos ajuts no tenen límit de volum ni de valor.[3]

Com incentiva la UE la transició ecològica de la indústria europea?

Malgrat que fa anys que la UE intenta fomentar la transició ecològica, en particular des del Mecanisme de Recuperació i Resiliència (MRR), la resposta de la UE a l'IRA s'ha articulat a través de l'anomenat Pla Industrial del Pacte Verd de la Comissió Europea. A diferència de l'IRA, aquest pla no mobilitza nous fons comunitaris, ja que la UE ja disposava de diferents programes en aquest sentit. En concret, aquest pla contempla tres grans mesures: dues propostes normatives (una per fomentar la reducció de les emissions

Fons del Pla Industrial del Pacte Verd

Instrument	Origen i naturalesa pressupostària	Quantitat (milers de milions)	A detreure (milers de milions)	Raó
RePowerEU	Fons UE (del Règim de comerç de drets d'emissió de la UE)	20	2,6	Sol·licitud Espanya (Addenda al PRTR)
Reserva d'Adaptació al Brexit	Pressupost de la UE (MFP 21-27)	5,4	3,0	Fons ja desemborsats a l'abril del 2023
Préstecs del Mecanisme de Recuperació i Resiliència	Préstecs de la Comissió als Estats membres (MFP 21-27)	225	84,0	Sol·licitud Espanya (Addenda al PRTR)
Fons de Cohesió transferibles a altres finalitats	Pressupost de la UE (MFP 21-27)	17,9		
InvestEU	Garanties del pressupost de la UE (MFP 21-27)	26,2	1,5	Garanties ja compromeses
Fons d'Innovació	Fons UE (del Règim de comerç de drets d'emissió de la UE)	40	17,8	Fons per a RePowerEU (12 MM€) i altres ja assignats
TOTAL		334,5		
TOTAL (excl. fons ja desemborsats)		312,2		
TOTAL (excl. fons ja desemborsats i peticions Espanya)		**225,6**		

Nota: *Per a l'MRR (no per a altres instruments), el recompte de fons del Pla Industrial contempla únicament els diners encara disponibles al començament del 2023. Això exclou tant les transferències (plenament sol·licitades pels Estats membres) com els préstecs ja sol·licitats (només per set països). Malgrat que Espanya també ha sol·licitat el total de préstecs que li corresponen en la seva addenda al PRTR, atesos els terminis, el Pla Industrial no detreu encara aquesta quantitat. Com, ara com ara, no consten anuncis com l'espanyol en altres eventuals addendes als PRTR, només detraiem, com a límit inferior, els fons sol·licitats per Espanya.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

1. El pla contempla uns 700.000 milions de dòlars en major recaptació i en menor despesa durant els 10 següents anys, que compensen amb escreix la despesa per a la transició energètica.
2. Per exemple, l'ajut per a la compra de vehicles elèctrics és de 3.750 dòlars per vehicle, però, si un cert percentatge dels minerals que componen el vehicle ha estat extret o processat als EUA o en un país amb el qual hi hagi un tractat de lliure comerç i si el vehicle es munta als EUA, aquest ajut augmenta fins als 7.500 dòlars. Per a la producció elèctrica renovable, s'estableixen bonus a les subvencions de caràcter similar en funció de l'origen del ferro, de l'acer i dels productes manufacturats utilitzats.
3. Vegeu Kleimann, D. *et al.* (2023), «How Europe should answer the US Inflation Reduction Act», Policy Contribution 04/2023, Bruegel.

de la indústria i una altra sobre primeres matèries fonamentals per a la producció) i la reforma, ara com ara temporal, del marc d'ajuts d'Estat, que arriba a permetre als Estats membres igualar les subvencions ofertes fora de la UE per evitar les deslocalitzacions de la indústria europea.

Destaquen diversos aspectes d'aquest conjunt de mesures. En primer lloc, la seva ambició de reduir la burocràcia perquè els ajuts públics s'atorguin amb la mateixa facilitat que es fa als EUA. El segon és que, per salvaguardar la competència del mercat comú, la major flexibilitat per atorgar subsidis i per evitar les deslocalitzacions es concedeix a les regions més pobres de la UE. No obstant això, això no alleuja per complet el greuge que representa que, en un mercat únic com la UE, els Estats membres amb més capacitat pressupostària –alguns dels quals compten també amb regions poc dinàmiques– tinguin més capacitat d'atorgar subsidis a les seves empreses, a vegades simplement perquè són economies més grans. Finalment, cal destacar també que els objectius locals de producció i de reciclatge de primeres matèries establerts en la proposta no són un mandat vinculant, sinó un objectiu de referència per monitorar dependències estratègiques europees al llarg de la cadena de valor industrial. Gràcies a aquest caràcter no obligatori, aquestes disposicions no són contràries a la normativa de l'OMC, com sí que succeeix amb les esmentades disposicions de l'IRA.

Quants fons ha dedicat la UE a aquest efecte? Quant queda disponible?

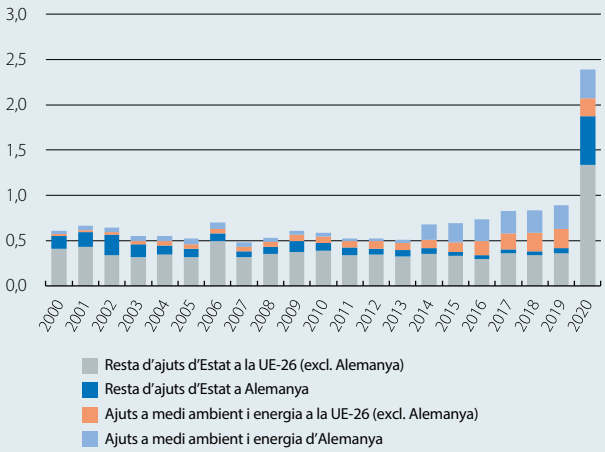
El Pla Industrial del Pacte Verd es limita a recapitular els fons que la UE ja ha mobilitzat per facilitar aquesta transició i, en algun cas, readapta les destinacions i les finalitats, però no ofereix nou finançament al ja disponible. El total de fons que el pla recapitula és molt substancial (uns 335.000 milions d'euros, segons el Pla Industrial del Pacte Verd, el 2,1% del PIB de la UE el 2022) i s'afegirà, a més a més, a les transferències de l'MRR ja aprovades, amb un impacte que, en la seva majoria, encara no s'ha reflectit. Aquests 335.000 milions representen un esforç de la UE comparativament major al realitzat pels EUA amb l'IRA (el 2,1% del PIB de la UE, en relació amb l'1,6% del PIB dels EUA).

No obstant això, si descomptem els fons que ja s'han compromès, o que ho faran en breu, queden disponibles per a la indústria europea 225.000 milions d'euros dels 335.000 esmentats, l'equivalent a l'1,4% del PIB de la UE el 2022, de manera que, comparativament, la UE fa un esforç inferior al dels EUA amb l'IRA.

Què fan els governs nacionals a la UE?

En definitiva: la resposta de la UE a l'IRA no comporta un finançament addicional, sinó la racionalització i la simplificació del ja existent, i atorga una major flexibilitat als Estats membres per concedir els ajuts i les subvencions. És

Ajuts d'Estat a la UE, per país i per destinació
(% del PIB de la UE)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'State Aid Scoreboard 2021 de la DG Competència de la Comissió Europea.*

precisament això el que pot equilibrar la balança entre blocs, tot i que, d'altra banda, no deixa de presentar problemes per a l'economia europea, com ho demostren les subvencions a la producció d'energies renovables dels últims anys, les quals van assolir els 511.000 milions d'euros entre el 2015 i el 2021,[4] dels quals més de 80.000 es van concedir només el 2020 (el 0,57% del PIB de la UE). No obstant això, les diferències entre països són molt importants, en particular entre Alemanya i la resta (només Alemanya va atorgar, el 2020, 33.500 milions d'euros, el 0,94% del seu PIB i el 0,32% del PIB de la UE).[5] Aquesta desigualtat també es reflecteix en els ajuts d'Estat: en matèria de protecció del medi ambient, fa més d'un lustre que Alemanya dona més ajuts que els atorgats per tots els altres Estats membres de la UE junts.

Finalment, cal destacar també que la UE i els EUA ja treballen per permetre que els béns produïts a la UE puguin accedir als subsidis nord-americans en les mateixes condicions que els béns produïts en països amb els quals els EUA tenen un tractat de lliure comerç. Això permet un optimisme moderat pel que fa al caire que adoptarà aquesta competició transatlàntica per incentivar amb fons públics la indústria verda. En definitiva, tant l'IRA com el Pla Industrial del Pacte Verd de la UE facilitaran la transició ecològica i la lluita contra el canvi climàtic mundial, tot i que la globalització i la relació amb la Xina se'n ressentiran.

David del Val i Ricard Murillo Gili

4. En euros constants del 2021, vegeu: European Commission, Directorate-General for Energy. Badouard, T. *et al.* (2022), «Study on energy subsidies and other government interventions in the European Union: final report: 2022 edition», Publications Office of the European Union.
5. La quota d'Espanya (menys del 0,2% del PIB) és inferior també a la de França i Itàlia.

El sector exterior de la zona de l'euro en números vermells

L'economia de la zona de l'euro va evitar, per la mínima, un descens del PIB en el 4T 2022, i els primers indicadors del 2023 conviden a pensar que el 1T 2023 serà millor del que es preveia. Una bona part d'aquesta evolució és deguda a unes reserves de gas que van assolir gairebé el 100% abans de l'hivern, el qual, a més a més, ha estat més suau de l'habitual. Un cop superat el període energètic més delicat a l'hemisferi nord, els nivells de reserves continuen per damunt de la mitjana d'altres anys en aquestes dates.

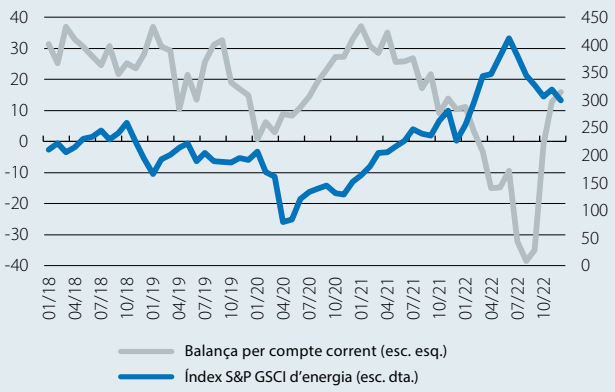
No obstant això, aquest esforç per «omplir els tancs» ha comportat una factura elevada a l'hora de pagar pel gas, el preu del qual va marcar màxims a l'estiu (gairebé 340 €/MWh), període en què Europa concentra les compres d'aquest recurs per a l'hivern. Aquest cost elevat de l'energia va deteriorar els termes d'intercanvi[1] i va afectar negativament l'evolució dels saldos comercials, sobretot a l'estiu. En conseqüència, en el conjunt del 2022, la balança comercial de béns de la zona de l'euro va registrar un dèficit d'uns 60.000 milions d'euros (el –0,5% del PIB *vs.* el +2,3% el 2021), resultat ocasionat totalment per l'ampliació del dèficit de la balança d'energia, que es va duplicar el 2022 (va superar els 500.000 milions d'euros, gairebé el 4,5% del PIB). Aquest deteriorament de la balança de béns va fer que la balança per compte corrent incorregués en un dèficit del 0,8% del PIB en el conjunt del 2022, després de gairebé una dècada ininterrompuda en positiu (el 2,3% del PIB, de mitjana, des del 2012). Des d'una perspectiva d'estalvi-inversió,[2] aquest ajust s'ha produït, principalment, per una reactivació de la inversió (el 26% *vs.* el 24% del PIB), en un context d'estalvi brut en lleuger descens, tot i que encara en nivells elevats (el 25% *vs.* el 26,4% del PIB).

Aquest comportament dels fluxos per compte corrent es replica a les quatre grans economies europees, tot i que amb matisos. De fet, Alemanya i Itàlia, les més exposades al gas rus i, per tant, a l'encariment del gas i de l'energia, van mostrar el deteriorament més intens. A l'altre extrem, destaca la resistència d'Espanya, beneficiada per la notable reactivació del turisme internacional, per un hivern més càlid de l'habitual i per la possibilitat de reexportar energia, gràcies a la seva elevada capacitat de refinament.

1. Ràtio entre els preus d'exportació en relació amb els preus d'importació. Una pujada d'aquesta ràtio indica una millora en les relacions comercials, ja que les exportacions es venen més cares que les importacions, la qual cosa permet una millora en els saldos comercials. En canvi, una caiguda reflecteix que es paga més per les importacions del que s'ingressa per les exportacions, la qual cosa tendeix a deteriorar la posició comercial.
2. En una economia oberta, PIB = consum privat + inversió privada + despesa pública + balança comercial. Atès que l'estalvi = PIB – (consum privat + despesa pública), llavors balança comercial = estalvi – inversió privada.

Zona de l'euro: balança per compte corrent i preu de l'energia

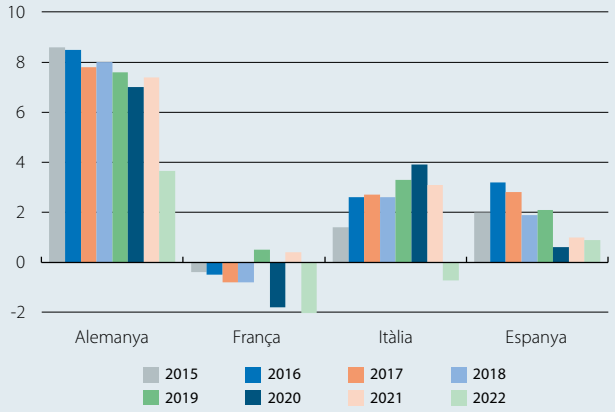
(Milions d'euros) *(Nivell)*



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

Balança per compte corrent

(% del PIB)



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

Així, a Alemanya, el superàvit per compte corrent es va reduir en gairebé el 50% el 2022, la correcció més intensa, amb diferència, des de la reunificació alemanya. De fet, va passar del 7,5% del PIB, de mitjana, de la dècada anterior al 4,0% (mínim des del 2005), la primera vegada des del 2010 que és inferior al 6,0% establert per la Comissió Europea com el llindar màxim perquè sigui considerat un desequilibri macro sota vigilància. A Itàlia, la balança per compte corrent va registrar el primer dèficit en una dècada: el –0,7% del PIB el 2022, després del +3,0% del 2021. França ja presenta de manera habitual des del 2007 una balança per compte corrent deficitària, però el càstig patit el 2022 va situar el dèficit per compte corrent en el 2,0% del PIB (el +0,4% el 2021), el saldo negatiu més important des del 1982. Pel que fa a Espanya, va destacar positivament, ja que va mantenir un superàvit de balança per compte corrent gairebé estable (el 0,9% del PIB el 2022,

després de l'1,0% del 2021), gràcies al fet que els ingressos per turisme es van duplicar amb escreix en relació amb l'any anterior.

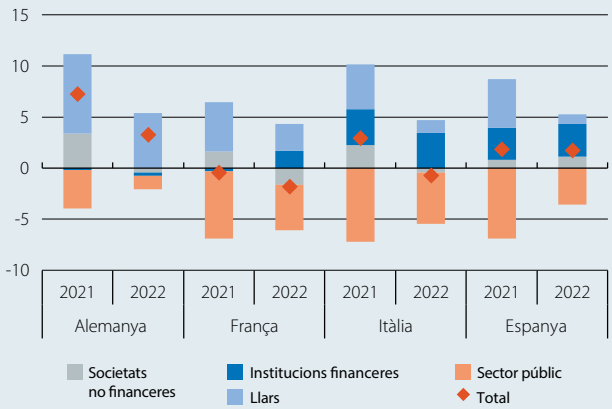
En conseqüència, el deteriorament dels saldos per compte corrent ha afectat la capacitat o la necessitat de finançament de les economies europees el 2022.[3] En aquest sentit, podem analitzar com han contribuït els diferents sectors del país (famílies, empreses no financeres i governs) a aquest ajust.[4] En termes generals, s'aprecia que la correcció es concentra al sector privat, tant a les empreses no financeres com a les famílies, després d'un parell d'anys en què la seva situació financera va millorar de forma substancial gràcies a les condicions excepcionals creades després de la pandèmia. Aquesta menor capacitat de finançament del sector privat s'ha vist compensada, en part, per un sector públic que ha corregit de manera notable les necessitats de finançament, disparades durant el 2020-2021 arran de les mesures implementades per limitar l'impacte de la pandèmia sobre l'activitat. No obstant això, aquest ajust s'ha alentit per la nova ronda de mesures aplicades per compensar l'impacte de la forta pujada del cost de la vida generada per la guerra a Ucraïna.

En el cas d'Alemanya, les empreses no financeres haurien vist reduïda de manera significativa la capacitat de finançament del 3,4% del PIB obtinguda el 2021 i haurien tornat a una situació similar a la del 2008 (presentaven unes necessitats modestes de finançament). Mentrestant, les llars presentarien una capacitat de finançament clarament inferior al 7,8% del PIB del 2021, però encara per damunt de la mitjana preCOVID. Per la seva banda, el Govern hauria corregit la necessitat de finançament del 3,7% del PIB a l'1,5%-2,0% del PIB, una de les ràtios més baixes de la zona de l'euro.

A Itàlia, les llars haurien reduït la capacitat de finançament des de gairebé el 4,5% del PIB el 2021 fins a referències més pròximes a la seva mitja prepandèmia el 2022 (l'1,5% del PIB), al mateix temps que les empreses han vist molt erosionada la capacitat de finançament. Pel que fa al Govern, la posició deutora s'hauria reduït de manera substancial, però les necessitats de finançament encara superen la mitjana prepandèmia.

A França, l'ajust més marcat es va donar al sector empresarial (tant en termes de comparativa internacional com en relació amb la resta de sectors del país), amb unes famílies que han vist retallada la capacitat de finançament el 2022

Capacitat (+)/necessitat (-) de finançament *
(% del PIB)



Nota: ** Dades acumulades del 4T 2021 al 3T 2022, com estimació per al total del 2022.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del BCE.*

fins a valors inferiors a la mitjana de la dècada prèvia a la pandèmia. La nota positiva la va posar el sector públic, que va reduir les necessitats de finançament fins al 4,7% del PIB (el 6,5% el 2021), per sota del 5,0% pressupostat pel Govern.

Finalment, a Espanya, destaca l'estabilitat mostrada pel sector empresarial durant el 2022, mentre que les famílies pateixen una pèrdua notable en la capacitat de finançament, la més pronunciada entre les quatre grans economies. En positiu, la reducció en 2,1 p. p. de PIB de les necessitats financeres del sector públic, fins al 4,8% del PIB.

Rita Sánchez Soliva

3. És a dir, la suma del saldo de la balança per compte corrent i el saldo de la balança de capital.
4. Eurostat publica les dades anuals de la posició financera per sectors només fins al 2021. Com a estimació del 2022, s'utilitza l'acumulat de l'epígraf corresponent a cada sector dels comptes financers del BCE entre el 4T 2021 i el 3T 2022, última dada disponible. Per tant, els resultats i les conclusions són provisionals i només pretenen oferir un senyal de les tendències seguides al llarg de l'any passat.

Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)

El mercat immobiliari és una de les principals corretges de transmissió de la política monetària a l'economia real. L'enduriment de les condicions financeres es trasllada als tipus d'interès hipotecaris i refreda la demanda d'habitatge. A més a més, l'alça de la inflació redueix el poder adquisitiu de les llars i també afebleix la demanda d'habitatge per aquesta altra via. Atès el notable enduriment de la política monetària en els últims trimestres, tot seguit, documentem el canvi de tendència que ja s'està començant a produir en alguns mercats immobiliaris internacionals i analitzem la magnitud de l'ajust que podria quedar per a més endavant.

Diagnòstic: quins mercats immobiliaris van acumular majors desequilibris?

A moltes economies desenvolupades, fa anys que el preu de l'habitatge ha pujat de forma molt significativa, i la tendència es va accelerar durant la pandèmia (pel canvi de preferències, per la política fiscal i monetària expansiva, per l'oferta limitada, etc.). El preu de l'habitatge global va passar de créixer el 2,8% el 2019 al 4,5% el 2020 i es va accelerar fins a l'11,8% el 2021, en termes nominals (l'1,4%, el 3,5% i el 8,6%, respectivament, en termes reals).[1] Aquesta tendència alcista es va frenar el 2022, sobretot en termes reals (avanç del 4,1% interanual en el 3T 2022) (vegeu el primer gràfic). El repunt del preu de l'habitatge va ser molt superior a l'evolució de la renda de les llars i va comportar una notable sobrevaloració en alguns mercats. Així, segons l'Exuberance Indicator de la Fed de Dallas, 12 dels 25 països analitzats mostraven signes de sobrevaloració en el 3T 2021.[2]

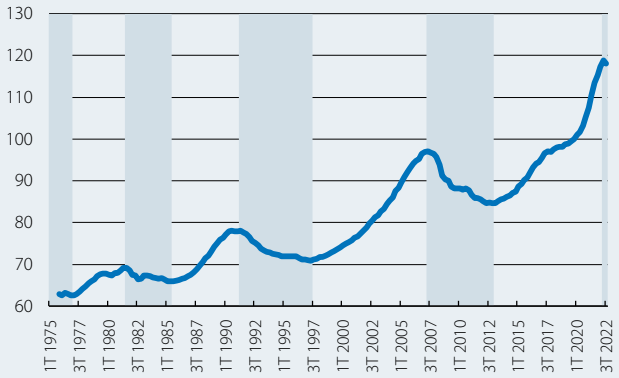
Els països que més preocupen són aquells en què el repunt de preus va anar acompanyat d'un increment del deute de les llars (que, en alguns casos, ja es trobava en nivells elevats). En aquest grup, destaquen Nova Zelanda, el Canadà, Austràlia i els EUA. A Europa, els casos assenyalats són els Països Baixos, Luxemburg, Suècia, Dinamarca i Noruega. A més a més, en aquests països, dominen les hipoteques a tipus variable, la qual cosa implica que les llars hipotecades recentment són més vulnerables a l'increment dels tipus d'interès. En un segon grup apareixen Portugal, Alemanya i el Regne Unit, països que també van registrar forts creixements del preu de l'habitatge durant la pandèmia i un augment de l'endeutament de les llars.

Situació actual: canvi de tendència als mercats immobiliaris

Els mercats immobiliaris de diverses economies avançades es van començar a corregir cap a la meitat del 2022, en un

Preu de l'habitatge a nivell global

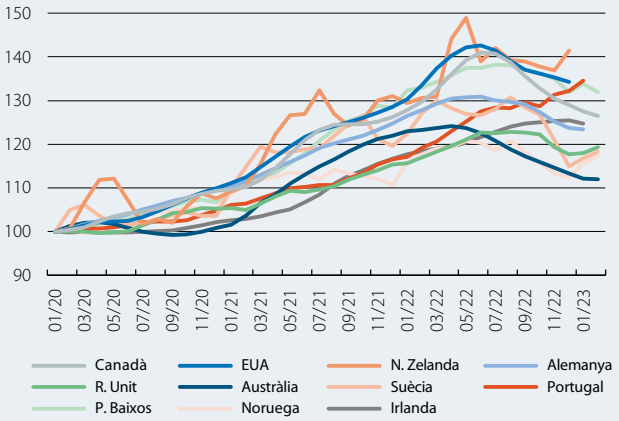
Índex (100 = 4T 2019)



Nota: *Preu en termes reals agregat de 25 països amb pesos dinàmics.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de la base de dades de l'International Housing Observatory, descrita a Mack i Martínez-García (2011).*

Preu nominal de l'habitatge

Índex (100 = gener 2020)



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

context de tipus d'interès més alts i d'erosió de la renda real disponible de les llars. Els mercats que registren els majors descensos en el preu de l'habitatge des del seu màxim (amb dades fins al desembre del 2022 o fins al febrer del 2023, segons el país) són Austràlia (el –9,7%), Suècia (el –9,6%), el Canadà (el –10,4%), els EUA (el –5,9%), Alemanya (el –5,7%), Nova Zelanda (el –5,0%) i Noruega (el –2,8%). Malgrat aquestes caigudes, el preu de l'habitatge a tots aquests països es troba encara per damunt del nivell prepandèmia. Així mateix, les compravendes cauen a taxes de dos dígits en termes interanuals en diversos d'aquests països: Austràlia (el –47%), Noruega (el –38%), Suècia (el –35%), els EUA (el –33%) i Nova Zelanda (el –31%).[3]

1. Indicador del preu de l'habitatge global construït a partir de 25 països avançats. Vegeu: https://int.housing-observatory.com/.
2. La correcció de preus experimentada des de l'estiu passat a moltes economies ja ha refredat alguns d'aquests mercats, de manera que, en el 3T 2022, només cinc països mostraven signes de sobrevaloració.

3. Variació interanual mitjana dels tres últims mesos amb dades disponibles. La data de l'última dada correspon al desembre, al gener o al febrer del 2023, segons el país.

Indicadors del mercat immobiliari residencial a diverses economies desenvolupades
(%)

	Preu de l'habitatge			Deute de les llars		Tipus variable	Habitatge sobrevalorat?
	Variació entre des.-2019 i màx.	Variació des de màx.	Variació anual última dada	% RDB última dada	Variació *vs.* 4T 2019 (p. p.)	% nou crèdit hipotecari (2019-2022)	Indicador exuberància Fed Dallas
N. Zelanda	49,1	–5,0	8,0	122	4,2	–	SÍ
EUA	42,6	–5,9	4,4	101	2,6	5	SÍ
Canadà	41,2	–10,4	–2,5	179	1,7	–	SÍ
P. Baixos	40,4	–4,5	–0,8	198	–13,4	15	SÍ
Luxemburg	37,5	–	11,1	193	8,0	38	SÍ
Suècia	36,2	–9,6	–7,0	193	9,2	64	SÍ
Portugal	32,7	–	13,1	113	2,9	69	–
Alemanya	32,3	–5,7	–2,4	91	3,4	11	SÍ
Irlanda	25,7	–0,6	6,1	96	–30,0	21	NO
Austràlia	25,2	–9,7	–9,1	196	–1,1	–	SÍ
Noruega	24,8	–2,8	–0,3	241	–2,8	–	MITJÀ
R. Unit	23,0	–2,9	2,1	139	2,6	4	NO
França	18,9	–	6,5	118	5,5	3	SÍ
Dinamarca	18,2	–3,8	–2,4	204	–32,0	26	SÍ
Japó	15,2	–	7,5	115	–1,3	–	MITJÀ
Itàlia	9,7	–1,0	3,0	81	–0,1	26	NO
Espanya	6,1	–	7,6	94	–3,0	30	NO

Notes: *Les dades de deute per a Nova Zelanda, Luxemburg, Noruega i el Japó corresponen al 2021 i en % de la renda neta. Es considera que l'habitatge està sobrevalorat si l'indicador d'exuberància del preu real de l'habitatge va ser superior al valor crític en, com a mínim, un trimestre durant el període 2021-2022 (models amb 1 i 4 lags). «MITJÀ» indica que el supera segons només un dels dos models considerats.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BCE, de Refinitiv, de la Reserva Federal de Dallas i de l'OCDE.*

Els senyals de refredament són una mica més modestos al Regne Unit i als Països Baixos, amb caigudes de preus inferiors al 5%, però la reculada de l'activitat comença a ser evident (caiguda interanual de compravendes del 18,2% al Regne Unit i del 15,5% als Països Baixos al febrer del 2023).

Perspectives futures

La tendència descendent del preu de l'habitatge hauria de continuar en els propers trimestres, a mesura que l'enduriment de la política monetària es traslladi a l'economia real.[4] La velocitat i la intensitat de l'ajust als diferents mercats immobiliaris dependran, en gran mesura, dels desequilibris que s'hagin acumulat en la fase expansiva del cicle immobiliari. En conseqüència, les correccions haurien de ser més importants als mercats en què: (i) els preus de l'habitatge van créixer amb més intensitat, per damunt de la renda de les famílies (mercats sobrevalorats); (ii) l'endeutament de les llars és elevat i ha mantingut una tendència ascendent en els últims anys, i (iii) el cost de finançament per a la compra d'habitatge ha pujat més amb les actuacions dels bancs centrals en els últims trimestres.

Per valorar l'ajust potencial en el preu de l'habitatge que es podria arribar a produir en aquests mercats, al Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part II)», d'aquest mateix informe, analitzem de forma detallada la pressió exercida pel tensionament de l'accessibilitat i per l'augment dels tipus d'interès. Els exercicis que realitzem apunten a correccions potencials (per a la mitjana dels països analitzats) pròximes al 15%. Més enllà d'aquesta xifra, hi ha dos matisos importants. En primer lloc, la correcció estimada no és abrupta, sinó que s'estima que es pot produir en un horitzó de dos anys. En segon lloc, hi ha diferències no menyspreables entre països, amb un major potencial d'ajust a les economies anglosaxones (en concret, els EUA, Austràlia i el Canadà) i amb una certa heterogeneïtat a Europa. En aquest sentit, cal destacar que el mercat immobiliari espanyol es troba en una bona posició, tant en termes relatius com absoluts. Així mateix, cal tenir en compte que els exercicis realitzats ens donen una mesura de la caiguda potencial dels preus de l'habitatge en aquells països en què els desequilibris són més pronunciats, però es tracta d'exercicis il·lustratius, que no controlen per tots els factors rellevants i que, per tant, ofereixen més una mesura del risc que no una previsió. De fet, hi ha diversos factors que ofereixen suport al mercat immobiliari. Per damunt de tot, destaca el bon funcionament del mercat laboral, generalitzat entre les economies analitzades i que ofereix suport a la renda de les llars i que, per tant, ajuda a mitigar els problemes d'accessibilitat i limita les vendes forçades. Així mateix, les llars compten amb balanços més sanejats i els bancs disposen d'amplis matalassos de capital per absorbir les pèrdues potencials sense que s'activin mecanismes de retroalimentació de caiguda de preus. Així i tot, la correcció dels mercats immobiliaris on més desequilibris s'han acumulat no deixa de ser un risc quan la política monetària canvia de rumb de manera sobtada.

4. Generalment, el preu de l'habitatge sol mostrar una certa rigidesa a l'hora d'ajustar-se a la baixa en els canvis de cicle. Les fortes caigudes que s'observen en el nombre de compravendes suggereixen que l'ajust en el preu de l'habitatge continuarà en els propers trimestres.

Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part II)

Exercicis de sensibilitat per als mercats immobiliaris internacionals

Al Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)», hem documentat els signes de sobrevaloració en diferents mercats immobiliaris internacionals. Tot i que alguns ja s'han començat a corregir, la tensió en les ràtios d'accessibilitat a l'habitatge i l'enduriment de la política monetària ressalten l'exigència de l'entorn econòmic. Per calibrar la força que aquestes dues dinàmiques poden exercir sobre aquests mercats, realitzem dos exercicis complementaris que ens informen sobre l'ajust potencial del preu de l'habitatge que es podria arribar a produir.

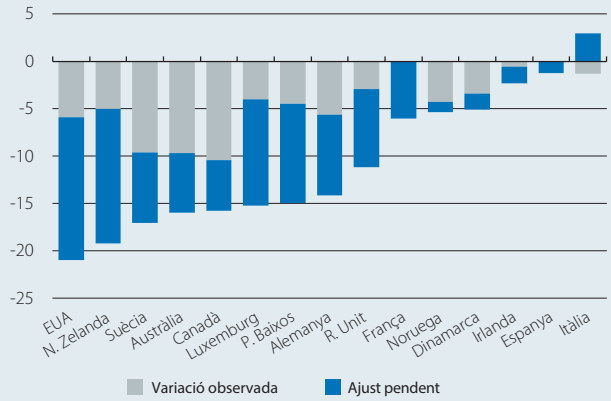
En primer lloc, calculem la caiguda del preu de l'habitatge necessària perquè la ràtio d'accessibilitat a l'habitatge (preu de l'habitatge entre la renda disponible de la llar) torni, en els dos propers anys, al nivell anterior a l'esclat de la pandèmia. En segon lloc, estimem un model economètric que ens informa sobre la sensibilitat del preu de l'habitatge a un xoc del tipus d'interès als diversos països.

Segons la primera metodologia,[1] i per al conjunt dels 25 països analitzats, l'ajust mitjà del preu nominal de l'habitatge en els dos propers anys des del seu valor màxim es podria situar al voltant del 13%.[2] No obstant això, les diferències entre països són ressenyables. Els EUA i Nova Zelanda són els mercats en què estimem que l'ajust del preu de l'habitatge hauria de ser major (pròxim al 20% *peak-to-bottom*) per recuperar la ràtio d'accessibilitat del final del 2019. Als dos països, els preus van començar a caure cap a la meitat de l'any passat, però encara quedarien pendents uns dos terços de l'ajust total estimat. A l'altra extrem, a Itàlia, estimem que el preu de l'habitatge té marge de creixement en els dos propers anys, ja que l'augment previst de la renda de les llars ja aconseguiria que la ràtio d'accessibilitat convergeixi, al final del 2024, cap al nivell del 4T 2019. Per a Espanya, no s'estima que sigui necessari un ajust material en el preu de l'habitatge. Suècia, Austràlia i el Canadà, que es troben entre els mercats que es van sobreescalfar amb més intensitat, destaquen

1. Aquest càlcul assumeix que la renda de la llar el 2023-2024 (el denominador de la ràtio d'accessibilitat) creix al mateix ritme que el PIB real i segons les previsions de l'FMI (WEO de l'octubre del 2022). També hem realitzat càlculs alternatius utilitzant les previsions del PIB *per capita* i del PIB nominal. Els resultats són qualitativament similars. És a dir, l'ajust per recuperar la ràtio d'accessibilitat del 4T 2019 s'assoleix, en part, gràcies a la millora del denominador (renda).
2. Considerem un període temporal de vuit trimestres perquè es realitzi aquest ajust, ja que és el temps que l'impacte de l'enduriment de la política monetària sol trigar a assolir el nivell màxim després de l'increment dels tipus d'interès oficials per part dels bancs centrals.

Ajust potencial del preu de l'habitatge

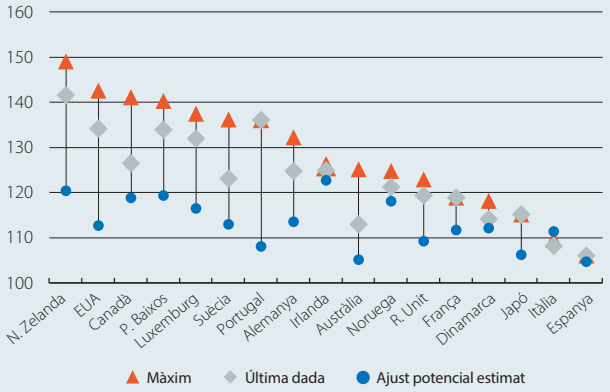
(Percentatge de caiguda en relació amb el nivell màxim assolit)



Font: *CaixaBank Research, a partir de la base de dades de l'International Housing Observatory, descrita a Mack i Martínez-García (2011), i de dades de Refinitiv.*

Evolució del preu de l'habitatge des del 2019 i ajust potencial estimat

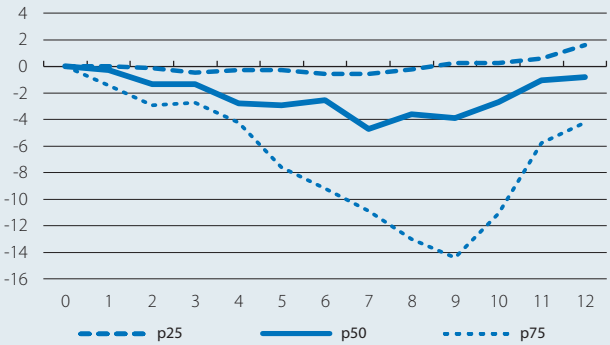
(100 = desembre 2019)



Font: *CaixaBank Research, a partir de la base de dades de l'International Housing Observatory, descrita a Mack i Martínez-García (2011), i de dades de Refinitiv.*

Impacte de les pujades de tipus observades el 2022 sobre els preus immobiliaris

Desviació (%)



Notes: *1) Desviació en relació amb el nivell de preus que prevaldria en absència de canvis en els tipus. 2) p25, p50 i p75 fan referència als percentils 25, 50 i 75 de la resposta mitjana dels preus en una mostra formada pels EUA, agregat de la zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia, Espanya, els Països Baixos, Irlanda, Finlàndia, Noruega, Dinamarca, el Regne Unit, el Canadà i Austràlia.*
Font: *CaixaBank Research.*

per haver realitzat ja més de la meitat de l'ajust. En canvi, Luxemburg i els Països Baixos, amb un potencial d'ajust similar (al voltant del 15%), només haurien completat una quarta part del camí.

Malgrat que els ajustos potencials estimats són elevats, també és important remarcar que, fins i tot així, el preu de l'habitatge es continuaria situant, al final del 2024, per damunt del nivell del desembre del 2019 a tots els països. És a dir, es tracta d'una correcció parcial del preu de l'habitatge després dels forts repunts registrats durant la pandèmia (vegeu el segon gràfic).

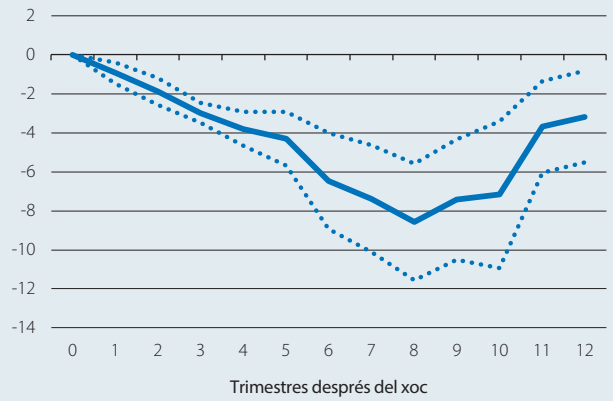
La segona metodologia[3] mostra que l'enduriment de la política monetària observat en els últims trimestres té, de mitjana, un potencial d'ajust sobre els preus pròxim al 5%.[4] L'anàlisi suggereix que les pujades de tipus triguen al voltant de vuit trimestres a transmetre's plenament als preus de l'habitatge, la qual cosa apunta a un refredament gradual dels mercats immobiliaris que es podria prolongar durant el 2023 i el 2024. A més a més, aquest exercici ens permet separar l'impacte final de l'enduriment monetari entre dues forces: d'una banda, la sensibilitat de cada economia a una pujada de tipus determinada i, de l'altra, la pujada de tipus realment observada en els últims trimestres. Així, i en una línia semblant a la del primer exercici, en algunes economies, estimem un impacte potencial que s'acosta al 15%, mentre que, en unes altres, amb prou feines s'estima cap efecte.

Per exemple, als EUA, la sensibilitat estimada dels preus immobiliaris als tipus d'interès no és de les més elevades de la mostra, però l'enduriment monetari sí ho ha estat i es tradueix en un potencial de correcció relativament alt (gairebé del 20%). Per al conjunt de la zona de l'euro, la imatge és semblant, tot i que una mica més moderada pel menor tensionament dels tipus d'interès (potencial una mica inferior al 15%). No obstant això, l'impacte estimat entre les grans economies europees és clarament inferior (entre el –2% i el –10%). En el conjunt de la mostra, els mercats més assenyalats per aquest exercici són els anglosaxons, amb el Canadà, Austràlia i el cas ja esmentat dels EUA, a més dels Països Baixos a Europa.

3. Reproduïm i estenem a la resta dels països el model de la zona de l'euro de Battistini *et al.* (2022), «The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market», BCE, Butlletí Econòmic 6/2022. En concret, estimem un vector-autoregressiu entre el preu de l'habitatge, la inversió residencial i el tipus d'interès hipotecari i hi afegim variables de control (PIB real, IPC, tipus d'interès interbancari a curt termini i crèdit immobiliari) per al període 2003-2022. Les funcions d'impuls-resposta s'estimen amb el mètode de les projeccions locals.
4. Analitzem un grup de països anglosaxons (els EUA, el Regne Unit, el Canadà i Austràlia), un altre d'europeus (agregat de zona de l'euro, Alemanya, França, Itàlia, Espanya, els Països Baixos i Irlanda) i un altre d'escandinaus (Noruega, Dinamarca i Finlàndia).

Zona de l'euro: impacte sobre els preus immobiliaris d'un augment d'1 p. p. en els tipus d'interès

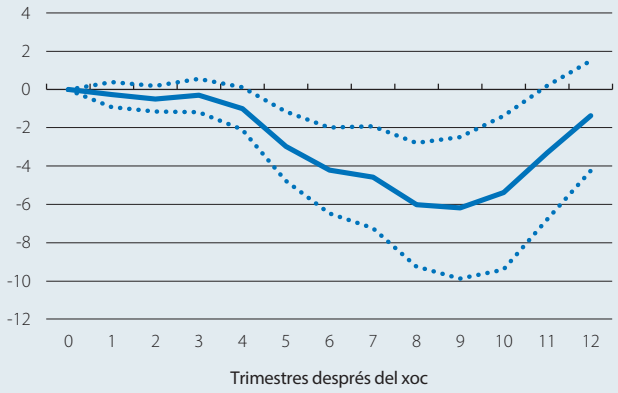
Desviació (%)



Nota: *Desviació en relació amb el nivell de preus que prevaldria en absència de canvis en els tipus.*
Font: *CaixaBank Research.*

EUA: impacte sobre els preus immobiliaris d'un augment d'1 p. p. en els tipus d'interès

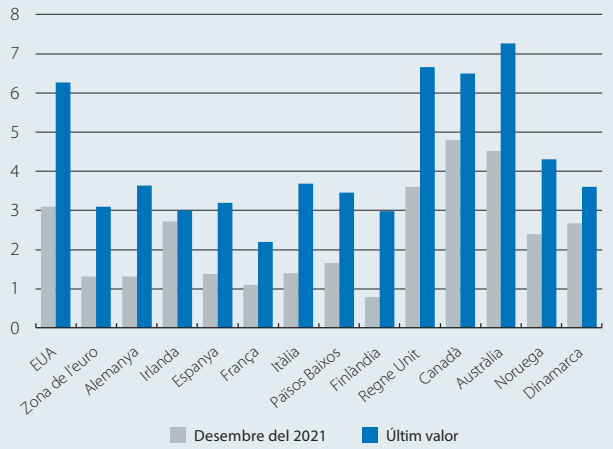
Desviació (%)



Nota: *Desviació en relació amb el nivell de preus que prevaldria en absència de canvis en els tipus.*
Font: *CaixaBank Research.*

Tipus d'interès hipotecaris

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed, del BCE, del BoE, del Banc del Canadà, de l'RBA, del Norges Bank i del Danmarks Nationalbank.*

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,2	9,0	7,9	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	106,0	103,4	104,2
Producció industrial	4,4	3,4	4,4	3,8	3,5	1,9	1,0	0,3	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	47,4	47,7	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.605	1.554	1.720	1.647	1.450	1.398	1.321	1.450	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	306	299	313	310	303	300	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,4	3,6	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,2	60,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,9	–4,0	–3,9	–3,7	–4,8	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,4	6,0	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,6	5,5	...

JAPÓ

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Activitat									
PIB real	2,1	1,0	0,5	1,7	1,5	0,4	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	31,0	31,1	...
Producció industrial	5,6	0,1	–0,6	–3,6	4,0	0,6	–3,8	–1,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–1,0	–1,9	–3,0	–3,8	–5,1	–7,7	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	4,4	3,3	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	–0,9	0,8	1,5	2,8	3,2	3,4	...

XINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	2,9	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	–2,7	–	3,5	...
Producció industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	–	2,4	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	50,1	52,6	51,9
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	889	728	824	908	889	–	912,4	...
Exportacions	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	–6,8	–	–6,8	...
Importacions	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–6,5	–	–10,2	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,0	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	7,1	6,8	6,9	6,9

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

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	...	5,9	1,1	–0,6	–2,6	–2,4	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	...	1,6	2,1	3,4	2,0	0,9	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	...	–13,7	–22,6	–26,9	–26,9	–20,7	–19,1	–19,2
Sentiment econòmic	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	99,7	99,6	99,3
PMI manufactures	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	48,8	48,5	47,3
PMI serveis	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	50,8	52,7	55,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,1	7,0	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,4	8,1	8,0	7,9	8,0	8,0	...
PIB real *(variació interanual)*	5,6	3,5	5,5	4,4	2,4	1,8	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,8	1,9	3,5	1,7	1,4	0,9	–	–	–
França *(variació interanual)*	7,2	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	7,3	3,9	6,5	5,1	2,5	1,4	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
General	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	8,6	8,5	6,9
Subjacent	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,3	5,6	5,7

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Saldo corrent	2,6	–0,8	1,8	0,7	–0,8	–0,8	...	...	...
Alemanya	7,8	4,2	7,1	6,0	4,7	4,2	4,2	...	...
França	0,4	–2,0	0,1	–0,4	–1,3	–2,0	–1,9	...	...
Itàlia	3,0	–0,7	2,1	1,0	–0,6	–0,7	–0,7	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	93,0	93,0	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	4,5	6,1	8,4	7,8	6,1	5,7	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,4	4,6	4,4	4,0	3,6	3,2	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,5	3,7	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	3,5	3,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	–1,5	–3,5	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	–0,3	0,9	5,3	12,0	15,2	17,5	...
Instruments negociables	11,6	3,7	0,7	2,2	4,1	7,6	13,7	21,3	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,5	1,9	...

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.*

Notable resiliència de l'economia espanyola, però els riscos a mitjà termini continuen sent rellevants

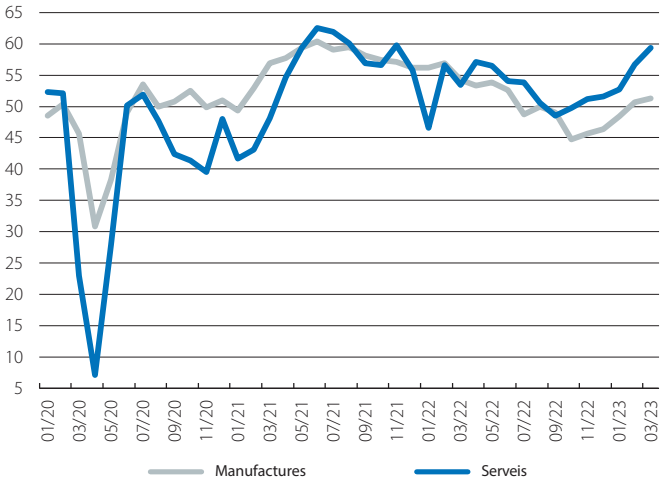
La millora dels xocs d'oferta, amb la correcció dels preus de l'energia i amb l'alleujament dels colls d'ampolla, juntament amb les mesures de suport fiscal i la bona marxa del mercat laboral, estan contribuint a un funcionament de l'activitat millor del que s'esperava, la qual cosa està comportant, fins i tot, una revisió a l'alça de les previsions de creixement del PIB per al 2023. No obstant això, la transmissió d'un enduriment de les condicions financeres superior al previst fa uns mesos i el possible impacte sobre la confiança dels agents de les turbulències financeres sorgides arran de l'episodi del Silicon Valley Bank (SVB) podrien passar factura al ritme de creixement econòmic el 2024. Així, el Banc d'Espanya ha elevat la seva previsió per al 2023 en 0,3 p. p., fins a l'1,6%, però ha rebaixat la del 2024 en 0,4 p. p., fins al 2,3%.

Els indicadors que hem anat coneixent en els primers mesos de l'any ofereixen, en general, senyals positius. L'índex de sentiment empresarial (PMI) del sector manufacturer es va situar en el 1T en zona expansiva (per damunt dels 50 punts, en concret 50,1 punts) per primera vegada des del 2T 2022. En el cas dels serveis, el PMI va pujar fins als 56,3, el millor registre des del 4T 2021. A més a més, el sector turístic ha arrencat el 2023 amb molt bon to i amb unes perspectives molt favorables per a la temporada estival: l'entrada de turistes al gener-febrer se situa amb prou feines l'1,3% per sota de la del mateix període del 2019 (el –5,5% en el 4T 2022) i la despesa dels turistes estrangers supera en un 12,9% el registre del gener-febrer del 2019.

Pel costat de la demanda, l'índex de confiança del consumidor de la Comissió Europea prolonga la senda ascendent i se situa, en el 1T, en màxims de l'últim any (–23,2 punts *vs*. –28,2 en el 4T 2022). La millora del clima de confiança de les llars, juntament amb el repunt de la creació d'ocupació, es reflecteix en la millor evolució del consum en el tram inicial de l'any. Així, les vendes al detall en volum, corregides d'efectes estacionals i exclosa la despesa a les estacions de servei (molt afectada per la retirada de la bonificació al consum de benzina), van créixer al gener-febrer el 2,4% intertrimestral (el 2,0% en el 4T 2022). El monitor de consum de CaixaBank Research anota un creixement de l'activitat de les targetes espanyoles en el conjunt del 1T del 8% interanual, que supera el registre del 4T 2022 (el 6%).

El mercat laboral continua donant sorpreses positives, amb una intensificació del ritme de creació d'ocupació. Les dades d'afiliació a la Seguretat Social del març confirmen l'excel·lent moment de l'ocupació: en termes desestacionalitzats, es va registrar un augment de 151.943 afiliats, el major des del juny del 2021, mes en què es va produir un fort creixement després de l'aixecament de les restriccions per la pandèmia. Amb

Espanya: PMI
Nivell

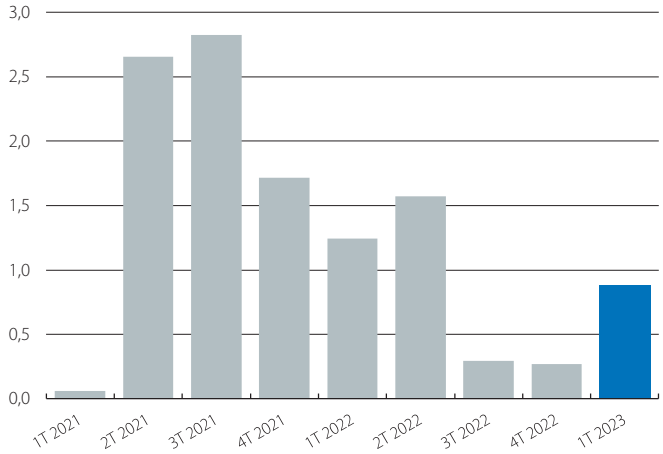


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'IHS Markit.*

Espanya: indicador de confiança del consumidor
Nivell

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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada d'afiliats que no estan en ERTO.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball, Migracions i Seguretat Social.*

aquesta dada, l'ocupació efectiva (afiliats desestacionalitzats que no estan en ERTO) creix en el 1T 2023 el 0,9% intertrimestral, la qual cosa representa una acceleració important en relació amb el creixement del trimestre anterior (el 0,3%).

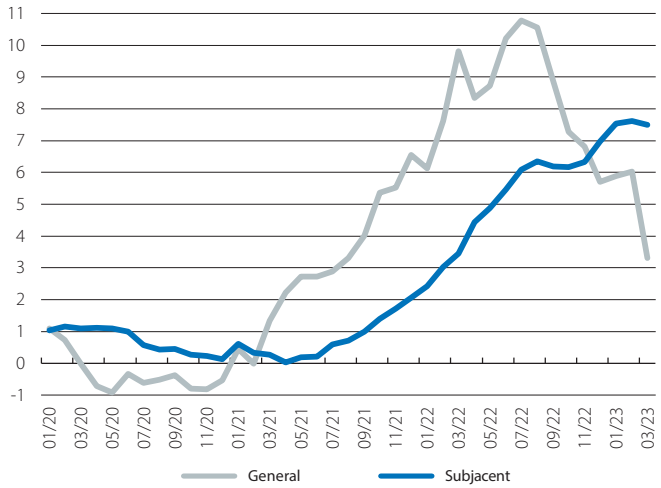
El preu dels aliments, principal focus d'inflació. Segons la dada avançada per l'INE, la inflació general es va reduir amb intensitat al març, fins al 3,3% (el 6,0% al febrer); es tractaria del nivell més baix des de l'agost del 2021. Aquesta correcció va ser deguda a l'efecte base generat per l'increment dels preus de l'energia al març del 2022, que, segons els nostres càlculs, hauria restat al voltant de 3 p. p. a la inflació general. En canvi, la inflació subjacent (exclosos els aliments frescos i l'energia), impulsada, sobretot, per l'encariment dels aliments elaborats, continua instal·lada en nivells molt elevats, tot i que, al març, anota una tímida caiguda, la primera en cinc mesos (el 7,5% *vs*. el 7,6% del febrer).

Senyals de refredament al mercat de l'habitatge. Els preus de l'habitatge, segons les dades de l'INE, van tancar el 2022 amb un creixement notable (el 7,4%), però amb un patró de «més a menys»: en el 4T 2022, van anotar una caiguda del 0,8% intertrimestral, després de pujar l'1,7% en el 3T. Per la seva banda, les compravendes d'habitatges mostren una certa volatilitat i, després d'un desembre feble (el –10,2% interanual), al gener van augmentar el 6,6%. Malgrat aquesta bona dada, l'activitat presenta signes de desacceleració: si, durant la primera meitat del 2022, les compravendes van créixer, de mitjana, prop del 23% interanual, en els tres últims mesos, el ritme de creixement es va situar al voltant del 2% interanual.

El dèficit públic va tancar el 2022 en el 4,8% del PIB. El dèficit de les Administracions públiques va ascendir a 63.776 milions d'euros el 2022, xifra equivalent al 4,8% del PIB (el 6,9% el 2021). En un context de fort creixement econòmic i de creació d'ocupació, els ingressos van augmentar el 8,1%, molt per damunt de les despeses (el 3,8%). El dèficit, tot i que elevat, s'ha situat per sota de la previsió del Govern, que estimava el 5,0% del PIB en l'últim Pla Pressupostari enviat a Brussel·les. Per la seva banda, el deute públic va tancar l'any en 1,5 bilions d'euros, 75.267 milions més que al final del 2021, tot i que, en termes de PIB, la ràtio va baixar al 113,1%, 5,2 p. p. menys que el 2021, però encara molt per damunt dels nivells del 2019 (el 98,2%).

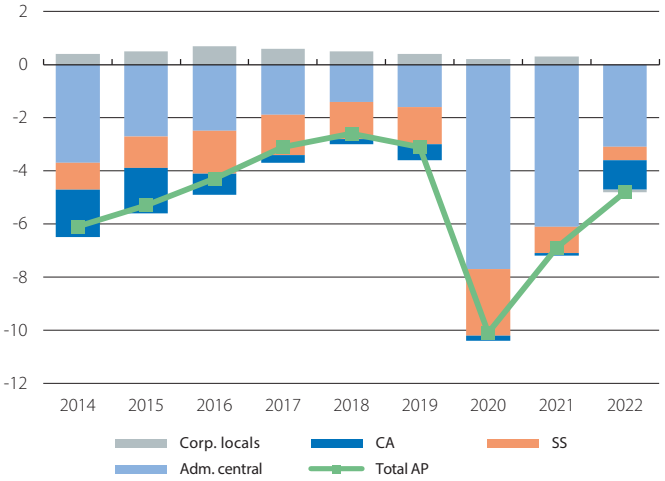
El sector exterior arrenca l'any amb bon peu. El dèficit comercial es va situar al gener en 3.956 milions d'euros, xifra notablement inferior a la del gener del 2022 (–6.523 milions). Per components, es va corregir tant el dèficit energètic com el no energètic. L'energètic es va reduir fins als 2.849 milions des dels 3.359 milions d'un any abans, gràcies a la caiguda de les importacions en volum (el –2,0% interanual), en un context d'intensa desacceleració en el creixement dels preus. Per la seva banda, el saldo no energètic es va situar en –1.107 milions (–3.164 milions al gener del 2022), gràcies al major dinamisme de les exportacions (el 13,8% *vs*. el 4,7% de les importacions).

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



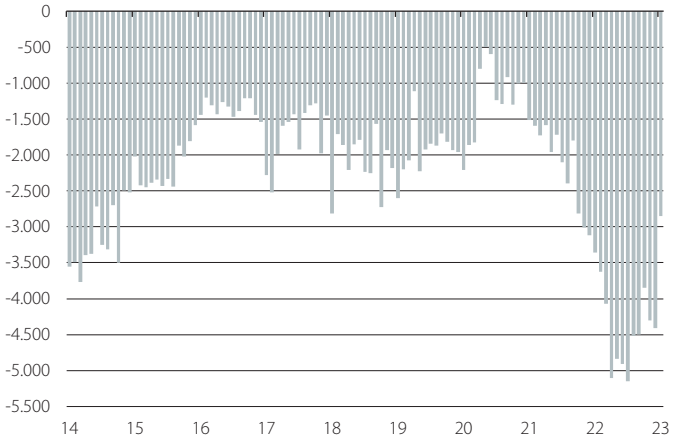
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: saldo de les Administracions públiques
(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.*

Espanya: saldo de la balança energètica
(Milions d'euros)



Nota: *Dades mensuals de productes energètics segons la Classificació Uniforme per al Comerç Internacional (CUCI).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.*

El paper dels serveis no turístics en el saldo exterior d'Espanya

El sector exterior espanyol acumula 12 anys consecutius de superàvit. Un èxit que va demostrar la seva fortalesa l'any passat, quan el saldo per compte corrent va sobreviure a la crisi energètica, que va provocar un fort encariment dels productes energètics importats i un intens deteriorament de la balança comercial. Aquest empitjorament de la balança de béns va ser compensat per la millora del superàvit per turisme, gràcies a la recuperació dels fluxos de turistes després de la pandèmia, i també per l'ampliació del superàvit dels serveis no turístics, fins al 2,3% del PIB, 5 dècimes per damunt de l'any anterior. La veritat és que els serveis no turístics han anat adquirint un protagonisme creixent en el comportament del saldo exterior espanyol i, des del 2008, venen registrant superàvit. Així, els ingressos per serveis no turístics han passat de representar el 5,1% del PIB el 2014 al 7,1% el 2022 i ja representen el 16,4% de les exportacions espanyoles de béns i de serveis. En aquest article, revisem el comportament de les activitats que l'integren.

Els tipus de serveis no turístics

En descompondre el saldo dels serveis no turístics,[1] apareixen com a majors contribuïdors tres activitats. Per ordre de contribució al saldo total, aquestes activitats són: els serveis empresarials, els de transport i els de telecomunicacions, informàtica i informació.

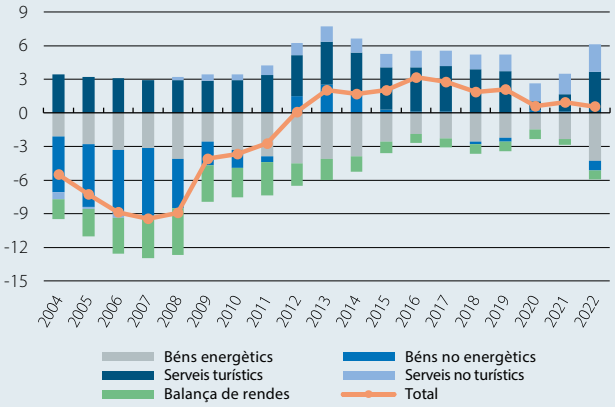
Els serveis empresarials[2] són els majors contribuïdors al superàvit exterior dels serveis no turístics, amb un saldo que s'ha ampliat fins al 0,7% del PIB el 2022 des del 0,5% del 2014. També representen el major pes en el total d'ingressos no turístics, amb el 34%.

Els serveis de transport, que inclouen tant el de passatgers com el de mercaderies, marítim, aeri, ferroviari i per carretera, presenten un superàvit del 0,6% del PIB, un saldo que s'ha mantingut relativament estable, ja que, el 2014, era del 0,5%. Pel que fa als ingressos, aquest sector concentra el 26% del total de les exportacions de serveis no turístics.

Completant el podi, els serveis de telecomunicacions, informàtica i informació presenten un saldo del 0,4% del PIB i s'han mantingut constants des del 2014, tot i que han mostrat una certa volatilitat al llarg d'aquest període. Aquest sector aporta el 16% dels ingressos dels serveis no turístics.

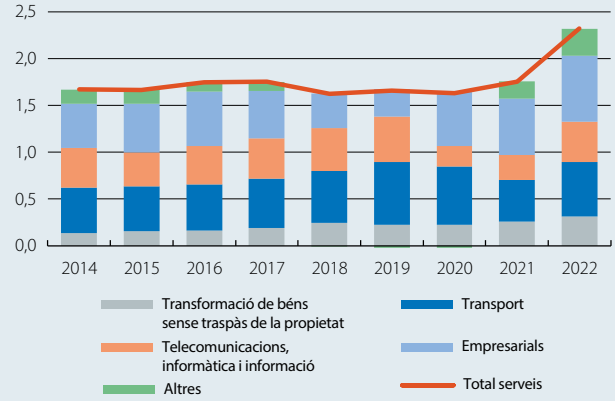
No obstant això, el grup d'«altres serveis», amb un pes reduït en els ingressos (el 19%), destaca per l'augment del seu superàvit, que ha passat del 0,1% el 2014 al 0,3% el 2022. En aquest grup es troben els serveis de propietat intel·lectual, que és l'únic segment que presenta un dèficit, tot i que l'ha reduït a la meitat en el període.

Espanya: balança per compte corrent
(% sobre el PIB)



Nota: *Dades estimades per al 2022 i previsió per al 2023, seguint la classificació CUCI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex i del Banc d'Espanya.*

Espanya: saldo exterior per tipus de servei no turístic
(% del PIB)



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

Els sectors que creixen més

A banda dels sectors que contribueixen més al superàvit dels serveis no turístics, és rellevant veure els que registren un major creixement dels ingressos. Com es pot apreciar a la primera taula, les activitats amb un pes menor són les que han crescut a un ritme més elevat. Aquest és el cas dels serveis personals, culturals i recreatius (que inclouen els serveis educatius, de salut i audiovisuals), amb un creixement acumulat del 121% des del 2014, o dels serveis de la propietat intel·lectual (300%).

Així mateix, els serveis empresarials, atesos el seu pes elevat i el seu avanç notable, del 92,5% des del 2014, són els que més han contribuït al creixement dels ingressos per

1. A partir de l'enquesta de comerç internacional de serveis (ECIS) de l'INE, un qüestionari digital realitzat a les empreses i a les institucions de diferents sectors de serveis no turístics sobre les seves exportacions/ingressos i importacions/pagaments realitzats. Les dades són trimestrals i estan disponibles des del 1T 2014 fins al 4T 2022.
2. Els serveis empresarials es componen de les següents activitats: els serveis relacionats amb el comerç, el lloguer, la transformació i la reparació de béns, els serveis professionals i de consultoria en administració d'empreses, els serveis d'R+D i els serveis tècnics d'arquitectura, enginyeria i científics.

Ingressos i saldo per tipus de servei

Tipus de servei	Ingressos (variació 22/19, %)	Ingressos (variació 22/14, %)	Pes del total d'ingressos (2022, %)	Saldo en % del PIB (2022)	Saldo en % del PIB (2014)
Personals, culturals i recreatius	77,0	120,8	2,4	0,1	0,0
Transformació de béns sense transp.	47,0	163,9	4,9	0,3	0,1
Propietat intel·lectual	41,0	300,6	4,5	–0,1	–0,2
Empresarials	39,2	92,5	33,9	0,7	0,5
Assegurances i pensions	31,7	65,1	6,7	0,0	0,1
Total serveis	**29,5**	**80,2**	**100,0**	**2,3**	**1,7**
Financers	26,1	24,7	2,7	0,1	0,1
Transport	24,5	73,0	25,9	0,6	0,5
Manteniment i reparació	18,6	91,0	2,1	0,1	0,1
Telecomunicacions	14,2	62,6	15,8	0,4	0,4
Béns i serveis de les AP	–8,4	–2,6	0,1	0,0	0,0
Construcció	–19,3	–38,8	0,9	0,1	0,1

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

Percentatge del total d'exportacions de serveis no turístics

Tipus de servei	Europa	Amèrica del Nord i Central	Amèrica del Sud	Àfrica	Àsia	Oceania
2014	62,3	13,1	10,8	4,3	9,1	0,5
2015	62,5	13,6	9,7	4,0	9,5	0,6
2016	61,4	13,8	8,7	3,7	11,7	0,6
2017	62,9	14,4	8,7	3,5	9,9	0,6
2018	63,9	14,6	8,2	3,4	9,4	0,5
2019	64,8	14,5	7,7	3,0	9,4	0,5
2020	66,9	14,1	7,1	2,9	8,6	0,4
2021	66,0	15,0	6,5	3,4	8,7	0,4

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

serveis no turístics. Així i tot, les dades mostren un patró important: l'augment dels ingressos procedents de les activitats basades en el coneixement, fins al 57% dels ingressos totals, mentre que sectors amb un capital tangible més gran, com la construcció o el manteniment i les reparacions, han perdut rellevància pel que fa al seu pes i al seu dinamisme.

On exportem?

Malgrat que és important la desagregació per tipus de serveis no turístics a l'hora d'explicar el comportament d'aquesta balança en els últims anys, també ho és la desagregació geogràfica. Com es pot veure a la segona taula, Europa és, amb escreix, la destinació on s'exporten més aquests serveis, amb el 66% de les exportacions. Després d'Europa, les destinacions més importants són l'Amèrica del Nord i Central (el 15%), Àsia (el 8,7%), l'Amèrica del Sud (el 6,5%), l'Àfrica (el 3,4%) i Oceania (el 0,4%). Aquesta distribució representa una diversificació geogràfica major que l'existent en el comerç de béns, on Europa representa el 74% de les exportacions totals. També cal destacar el canvi de dinàmiques comercials des del 2014, on es pot apreciar la importància creixent d'Europa (+3,7 p. p.) i de l'Amèrica del Nord i Central (+2 p. p.), en detriment dels ingressos procedents de l'Amèrica del Sud (–4,3 p. p.) i d'Àsia en menor mesura (–0,4 p. p.). El menor pes dels ingressos procedents de l'Amèrica del Sud està vinculat a la caiguda dels ingressos de les activitats de construcció i infraestructures a la regió després de la forta expansió registrada en la primera dècada d'aquest segle.

En definitiva, els serveis no turístics s'han convertit en una de les partides més importants en la compensació del desequilibri de la balança de béns espanyola, la qual cosa reflecteix la internacionalització creixent de les empreses de serveis espanyoles i l'elevada capacitat competitiva d'activitats amb un alt potencial de creixement i més vinculades al coneixement. La major sofisticació, el contingut tecnològic i la productivitat mitjana en serveis com els d'enginyeria, consultoria o recerca i desenvolupament han permès que la seva competitivitat no estigui tan determinada pel preu, sinó per aspectes relacionats amb la diferenciació del servei, amb la innovació i amb la qualitat del capital humà.

Jaume Servert Banegas

Sector immobiliari espanyol: balanç 2022 i perspectives 2023

Hem deixat enrere un any 2022 en què la demanda d'habitatge va batre totes les expectatives, amb prop de 650.000 compravendes (el +14,7%), la xifra més alta des de l'any 2007. L'inici del cicle de pujades dels tipus d'interès de referència a l'estiu del 2022 per part del BCE amb prou feines va comportar un lleuger descens del ritme de compravendes en el tram final de l'any, amb més de 150.000 compravendes en l'últim trimestre.[1] És previsible, però, que l'augment dels tipus d'interès, juntament amb el menor creixement de la renda bruta real disponible de les llars, continuï afeblint la demanda d'habitatge. Al seu torn, la demanda d'inversió està adoptant un posicionament d'esperar i veure (*wait and see*). En aquest context, preveiem una reculada en el nombre de compravendes fins als 480.000 habitatges el 2023, un nivell notablement inferior al del 2022, però encara superior a la mitjana històrica des del 2007 (460.000).

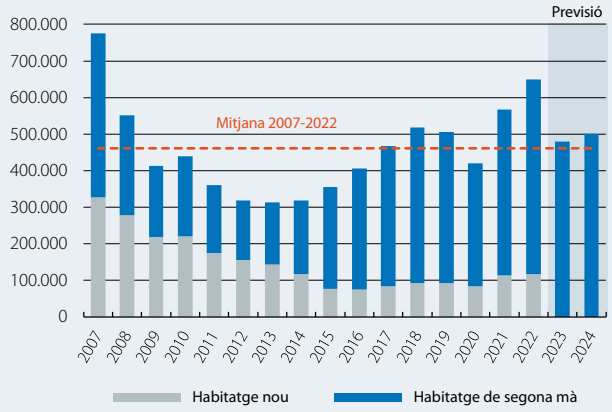
Per segments, preveiem que el descens de les compravendes d'habitatge es concentrarà en l'habitatge de segona mà. Les compravendes d'habitatge d'obra nova es mantindran gràcies a l'elevat percentatge de prevendes de les promocions actualment en construcció i a la relativa escassetat d'aquesta tipologia d'habitatge. De fet, el fort repunt del nombre de compravendes del 2022 va ser degut, íntegrament, al mercat de segona mà: es van vendre el 17,7% més d'habitatges de segona mà que el 2021 (532.000 habitatges, el 82% del total). En canvi, el nombre de compravendes d'habitatge nou es va mantenir en un rang similar al de l'any anterior (117.000 habitatges, el 2,6% més que el 2021).

La demanda estrangera, per la seva banda, va avançar de manera extraordinària el 2022: els estrangers van comprar gairebé 90.000 habitatges a Espanya, una xifra que supera amb escreix els valors prepandèmics i que va representar el 13,75% del total de compravendes. Per nacionalitats, els britànics van tornar a encapçalar el rànquing, amb unes 9.800 compravendes, seguits dels alemanys (8.400) i dels francesos (6.200). Els indicadors d'intenció de compra, basats en les cerques a Google sobre «comprar habitatge a Espanya» realitzades des dels diferents països d'origen d'aquests compradors, apunten al fet que aquesta tendència positiva es pot moderar enguany (s'observa un lleuger descens en la popularitat d'aquestes cerques en relació amb els elevats nivells registrats el 2022). Els indicadors d'Alemanya i de Suècia serien els que continuen en nivells molt elevats.

La distribució geogràfica de la demanda estrangera és molt desigual i es concentra en l'arc mediterrani i els arxipèlags. Les Balears són la comunitat autònoma amb un major pes de les compravendes d'estrangers, el 34,4% del total de les compravendes d'habitatge a la comunitat. Un percentatge que s'ha incrementat en 5 p. p. en relació amb la prepandèmia (el 29,4% el 2019).

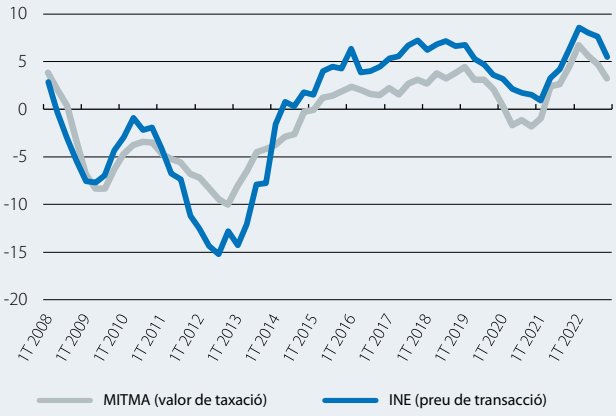
Atesa l'evolució demogràfica, l'oferta d'habitatge continua sent molt limitada i insuficient per cobrir les necessitats d'habitatge. Així, el nombre de visats d'obra nova (109.000 habitatges el 2022) va ser inferior a la creació neta de llars (210.000), una situació que ja es va observar el 2020 i el 2021. Un factor que podria ajudar a la recuperació de l'oferta és la moderació recent en el ritme d'avanç dels costos de construcció. Aquests costos van repuntar amb força en la primera meitat del 2022 (pic del 19,5% interanual al maig). De llavors ençà, el ritme d'avanç és una mica més contingut (el 10,3% interanual al desembre del 2022), i preveiem que les pressions de costos tendiran a moderar-se, atesa l'evolució recent del preu de l'energia i del preu dels metalls industrials als mercats internacio-

Espanya: compravendes d'habitatge
(Nombre de compravendes)



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

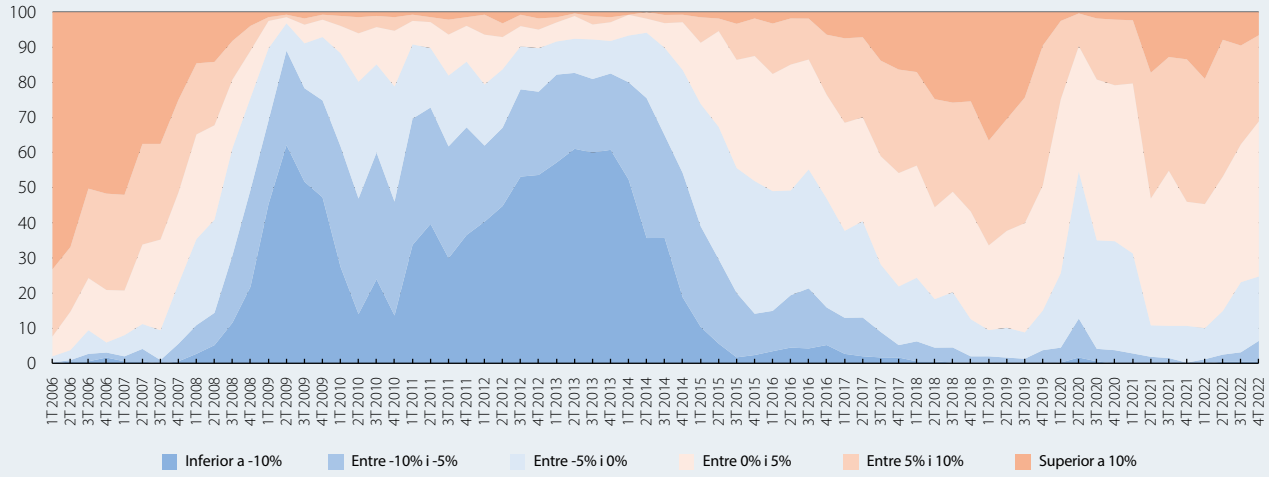
Espanya: el preu de l'habitatge es desaccelera
Variació interanual (%)



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

1. Al desembre, es va produir un descens interanual en el nombre de compravendes segons l'INE (el –10,2%), però, al gener, es va tornar al terreny positiu (el 6,6% interanual).

Espanya: distribució dels municipis en funció de la variació interanual del preu de l'habitatge
(% de municipis)



Nota: *En cada trimestre, es classifiquen els municipis en funció de si la variació interanual del preu de l'habitatge és inferior al –10%, entre el –10% i el –5%, etc.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA.*

nals, que han reculat de manera clara des de mitjan 2022, malgrat el repunt recent per la reobertura de la Xina.

El preu de l'habitatge va anotar avanços significatius el 2022 (el 5,0%, segons el MITMA, i el 7,4%, segons l'INE), però va mostrar una marcada tendència a la desaceleració en termes interanuals al llarg de l'any. Així, després de repuntar el 6,7% en el 1T, el ritme d'avanç es va anar reduint fins al 3,3% en el 4T, segons el valor de taxació d'habitatge lliure publicat pel MITMA (del 8,5% interanual en el 1T 2022 al 5,5% en el 4T, segons l'INE, que basa el seu índex de preus en el valor de transmissió).

Totes les comunitats autònomes van experimentar una desaceleració del ritme d'avanç del preu de l'habitatge al llarg del 2022, però van anotar un creixement positiu al final de l'any, amb l'única excepció de Múrcia (el –0,1% interanual en el 4T 2022). Illes Balears va ser la comunitat autònoma que va registrar el major increment del preu de l'habitatge el 2022, amb un avanç del 7,8% (en relació amb el 5% del total nacional). De fet, és l'única comunitat on el preu de l'habitatge ja supera en termes nominals el preu màxim que es va registrar abans de l'esclat de la bombolla immobiliària del 2008 (en concret, en el 4T 2022, era l'11% superior al màxim anterior, mentre que el total nacional es trobava el 17% per sota del màxim).

L'evolució del preu de l'habitatge als municipis de més de 25.000 habitants també es va desaccelerar el 2022: el percentatge de municipis amb una variació interanual negativa va ser del 25% del total en el 4T 2022 (que cal comparar amb poc més del 10% al començament de l'any). En canvi, el percentatge de municipis amb un increment del preu de l'habitatge superior al 10% va ser, només, del 6,5% en el 4T 2022 (en relació amb el pic del 19% en el 1T 2022).

En els propers trimestres, l'economia espanyola continuarà fent front a un context advers, marcat per la incertesa geopolítica i per l'augment dels tipus d'interès.[2] En aquest context econòmic exigent, preveiem que la trajectòria de desaceleració del preu de l'habitatge tindrà continuïtat i esperem que es mantindrà pràcticament estancat el 2023. L'evolució serà més positiva en les localitzacions més demandades, com els centres de les grans ciutats i les zones turístiques. Pel que fa a la tipologia d'habitatge, preveiem una evolució diferenciada: l'habitatge de segona mà serà el més afectat, mentre que esperem un comportament més positiu de l'habitatge nou, per la seva relativa escassetat i per l'elevada demanda.

Aquestes perspectives, relativament positives per al sector immobiliari espanyol, descansen sobre una sèrie d'hipòtesis que són l'escenari central de CaixaBank Research. Les turbulències que estan experimentat els mercats financers des de mitjan març són una alerta dels riscos que poden sorgir en un context de pujades ràpides dels tipus d'interès i que, si s'allarguen en el temps o s'agreugen, possibilitats que no formen part del nostre escenari central, podrien tenir un efecte sobre les perspectives econòmiques i sobre el sector immobiliari. Així i tot, és important remarcar que el sector immobiliari parteix d'una situació molt més sòlida que en el cicle anterior per poder trampejar la situació: en l'actualitat, no hi ha un excés d'oferta, no s'ha produït un creixement excessiu del crèdit i no s'han relaxat els estàndards crediticis.[3] Així mateix, les llars compten amb balanços més sanejats i els bancs disposen d'amplis matalassos de capital i de liquiditat.

Judit Montoriol Garriga

2. L'economia espanyola també comptarà amb alguns elements que donaran suport al creixement de l'activitat, com l'acceleració del desplegament dels fons NGEU i la recuperació del turisme. Preveiem un avanç del PIB de l'1,3% el 2023.
3. Vegeu l'article «El sector immobiliari es refreda», publicat a l'*Informe Sectorial Immobiliari* 1S 2023, per a una anàlisi comparada de diferents variables en els dos cicles expansius més recents del mercat immobiliari espanyol (1999-2007 i 2014-2022).

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,9	1,6	4,4	4,6	0,8	–0,2	–0,4	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	6,8	0,4	–5,2	–5,4	–3,7	–5,8	–3,2
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	48,4	50,7	51,3
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	31,6	18,8	8,8	2,6	–1,3	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	29,0	41,8	33,6	23,0	17,3	12,8	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	7,4	8,5	8,0	7,6	5,5	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,8	313,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	52,7	56,7	59,4
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	0,2	1,2	0,2	1,8	5,5	4,0	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	51,4	19,2	66,1
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,4	–18,2	–26,8	–32,5	–28,2	–22,9	–22,1	–24,7
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	4,6	4,0	2,6	1,4	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,3	2,4	2,7
PIB	**5,5**	**5,5**	**6,9**	**7,8**	**4,7**	**2,6**	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
General	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	5,9	6,0	3,3
Subjacent	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	7,5	7,6	7,5

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	26,2	22,2	23,3	22,9	21,9	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	36,1	35,2	38,1	33,4	29,8	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**7,8**	**8,1**	**7,8**	**6,1**	**7,8**	**14,1**	...	...
Béns i serveis	17,9	18,7	13,7	14,7	14,4	18,7	24,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–10,9	–5,6	–7,0	–8,3	–10,9	–10,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**19,7**	**19,1**	**19,5**	**18,0**	**19,7**	**26,4**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,8	2,7	1,7	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	2,3	0,4	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–26,8	–25,4	–19,2	–7,4	0,2	4,4	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	19,3	15,6	6,6	–3,1	5,8	7,3	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,9**	**2,1**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,5	–0,7	–1,1	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,9	–0,9	–1,4	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	–0,8	–1,3	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–1,1	–0,5	–0,9	–0,1	0,0	–0,1	...
Administracions públiques	15,3	0,2	3,4	1,9	–3,5	–1,1	–1,1	0,9	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,7**	**–1,0**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**4,3**	**4,1**	**3,8**	**3,7**	**3,6**	**...**	**...**

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.*

Senyals encoratjadors de l'economia portuguesa en l'arrencada de l'any

El bon to dels indicadors d'activitat planteja riscos de revisió a l'alça per a la nostra previsió de creixement del PIB de l'1% el 2023. Destaca el bon comportament dels indicadors relatius al consum, en particular les vendes d'automòbils i el trànsit aeri, la qual cosa suggereix que el turisme continua sent un motor important d'activitat. Així mateix, els indicadors de confiança mostren una tendència positiva a tots els sectors, llevat de la construcció. A això se sumen senyals mixtos al mercat laboral: l'atur registrat va disminuir al febrer (el –2,0% intermensual), per primera vegada en set mesos, i les ofertes d'ocupació van augmentar (el +8,7% intermensual). En canvi, la taxa d'atur va créixer al gener, per tercer mes consecutiu, fins al 7,1%, la més alta des del gener del 2021.

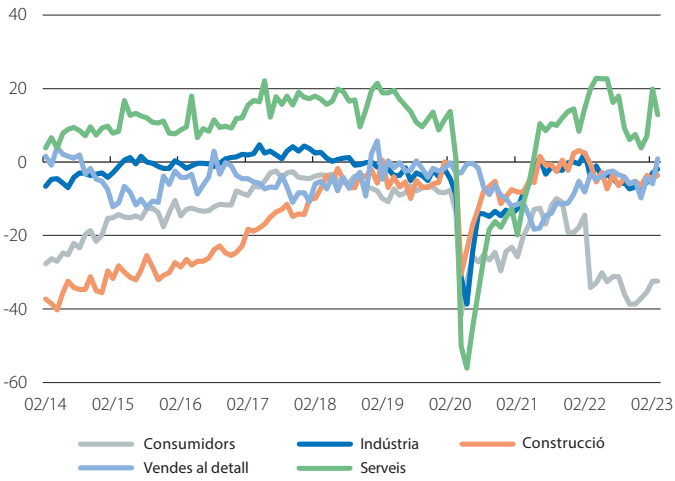
La inflació general es modera, però la subjacent es resisteix. Segons la dada avançada del març, la inflació es va desaccelerar 8 dècimes, fins al 7,4%, gràcies a l'efecte base per la comparació amb la forta alça dels preus de l'energia i dels aliments al març de l'any passat. No obstant això, la inflació subjacent es manté en nivells molt elevats i amb prou feines es va reduir 2 dècimes al març, fins al 7%. Si els preus de l'energia als mercats internacionals es mantenen estables, s'espera una nova desacceleració de l'IPC general a l'abril, mes en què els efectes de la mesura IVA zero s'haurien de fer sentir també en diversos productes de la cistella alimentària.

El preu de l'habitatge va créixer el 12,6% el 2022. No obstant això, les últimes dades apunten a un refredament del mercat: l'índex de preus de l'habitatge del 4T 2022 va anotar una desaceleració (l'11,3% interanual *vs*. el 13,1% anterior), i, al gener, les operacions de crèdit per a habitatge nou van caure el 13% interanual.

El dèficit pressupostari sorprèn positivament el 2022. Es va situar en el 0,4% del PIB (el 2,9% el 2021), gràcies a un creixement dels ingressos molt superior al de les despeses (el 10,2% *vs*. el 4,4%), impulsats pel notable augment dels ingressos tributaris (el 16,6%) i de les cotitzacions socials (el 8,5%). Pel costat de les despeses, destaca positivament la partida d'interessos, que va mantenir la tendència a la baixa (el –9,4%) i es va situar en el 2,0% del PIB, el nivell més baix de la sèrie, la qual cosa situa de nou el saldo primari en territori positiu (l'1,6% del PIB).

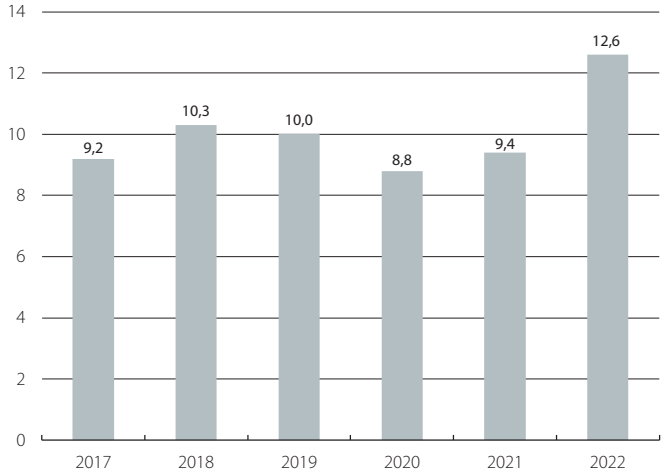
La balança corrent arrenca en positiu el 2023. La balança per compte corrent va presentar al gener un superàvit de 268 milions d'euros (*vs*. el dèficit de 380 milions d'euros d'un any abans), gràcies a la millora de la balança de béns no energètics i, sobretot, de serveis, principalment del turisme. La balança de rendes també hi va contribuir, arran de l'augment dels dividends rebuts, d'una menor contribució financera a la UE i d'un augment de les transferències rebudes.

Portugal: indicadors de confiança
(Punts)



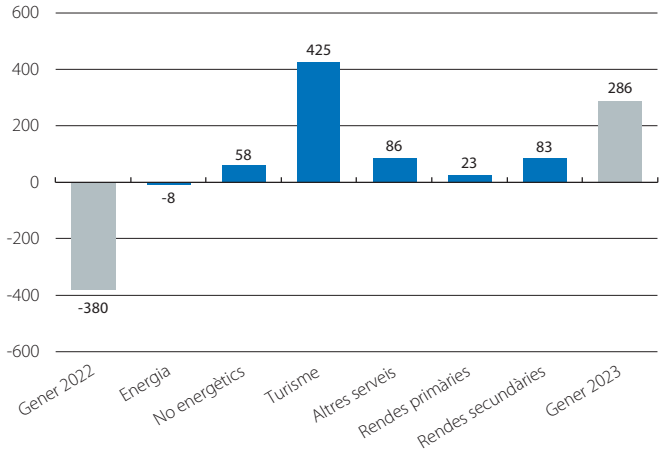
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: índex de preus de l'habitatge
Variació mitjana anual (%)



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

Portugal: evolució de la balança per compte corrent
(Milions d'euros)



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Índex coincident d'activitat	3,4	6,0	6,7	5,4	4,7	...	4,7	5,0	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	–0,2	...	4,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–2,3	–4,7	–6,6	–4,9	–6,3	–5,0	–3,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	5,2	2,7	–4,2	12,0	...	5,5	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	1,3	4,5	–2,8	–16,0	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	...	14,9	12,5	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	...	153,9	137,9	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,0	21,1	17,9	8,1	9,9	6,1	10,2	13,3
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	...	3,8	0,2	...
Indicador coincident del consum privat	5,0	4,4	5,2	3,2	2,3	...	2,4	3,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–30,5	–31,8	–37,0	–35,1	–37,0	–35,0	–33,4
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	...	0,2	0,7	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	...	7,0	...	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**...**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
General	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,3	8,4	8,2	7,4
Subjacent	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,0	7,2	7,0

Sector exterior

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,1	18,9	22,7	23,1	...	22,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,3	31,5	35,2	31,3	...	29,1	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–3,2**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**...**	**–2,6**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,9	–6,4	–5,3	–4,9	...	–4,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	...	1,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–1,1**	**–1,0**	**–1,9**	**–1,1**	**...**	**–0,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	01/23	02/23	03/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	...	5,1	2,9	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	...	5,3	1,9	...
A termini i preavís	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	...	4,7	4,3	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	8,5	–0,1	12,4	...	22,3	2,8	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**...**	**5,5**	**2,9**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,3	2,5	1,9	1,3	...	0,9	0,6	...
Empreses no financeres	2,2	–1,0	0,7	–0,5	–1,0	...	–1,5	–1,7	...
Llars - habitatges	3,3	2,7	3,8	3,3	2,7	...	2,6	2,1	...
Llars - altres finalitats	3,1	2,9	3,3	3,2	2,9	...	1,4	1,3	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–1,3	–1,5	–2,7	...	–2,9	–4,3	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**...**	**0,8**	**0,4**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**...**	**–**	**–**	**–**

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.*

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

Et recomanem:

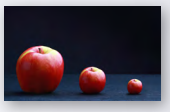
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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

Monitor de consum

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

Dossier Especial inflació: ha arribat per quedar-se?



Perspectives de la inflació global, europea i espanyola per al 2023 i més enllà.

Informe Immobiliari 1S 2023

El sector immobiliari deixa enrere un any 2022 en què la demanda d'habitatge va batre totes les expectatives, però en el qual també es van començar a percebre els primers senyals de refredament.

Informe de Turisme 2S 2022

Malgrat que l'escenari macroeconòmic es presenta com un repte, l'anàlisi de situació de la indústria turística ens porta a tenir unes perspectives relativament positives per al 2023.

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.

Síguenos en: 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., 2023
© Banco BPI, 2023

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