IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 478 | MAIG 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari

ECONOMIA INTERNACIONAL
Els emergents davant les pujades de tipus dels EUA i les últimes turbulències financeres

ECONOMIA ESPANYOLA

Notable reducció de l'estalvi de les llars espanyoles el 2022: totes les claus

L'augment del preu dels aliments a Espanya: què es pot esperar?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Maig 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:
5 de maig de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari*
Antonio Montilla i David del Val

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Els emergents davant les pujades de tipus dels EUA i les últimes turbulències financeres*
Beatriz Villafranca i Rita Sánchez Soliva

18 ECONOMIA ESPANYOLA

20 *Notable reducció de l'estalvi de les llars espanyoles el 2022: totes les claus*
Sergio Díaz i Javier Garcia-Arenas

23 *L'augment del preu dels aliments a Espanya: què es pot esperar?*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

26 ECONOMIA PORTUGUESA

L'economia espanyola comença l'any amb bon peu

Aquest mes, el to de l'editorial de l'*Informe Mensual* serà diferent al de les últimes edicions. L'entorn és molt incert, i així solem reflectir-lo, analitzant amb deteniment els factors que potencialment poden afectar el curs de l'economia. A més a més, acostumem a posar el focus en els factors que preocupen més, de manera que el to general moltes vegades acaba sent més ombrívol del desitjat. És un biaix del qual pequem els economistes. No obstant això, aquest mes, el comportament dels principals indicadors de l'economia espanyola ha sorprès en positiu. El creixement del PIB i de l'ocupació ha estat superior al que s'esperava, mentre que la inflació, amb un descens notable del component subjacent, ha començat a donar senyals de moderació. Val la pena destacar-ho.

Tal com ja apuntaven alguns indicadors avançats, en el 1T 2023, el creixement del PIB es va accelerar i es va situar en el 0,5% intertrimestral. Això significa que gairebé ja ha assolit el nivell previ a la pandèmia (només es troba un 0,2% per sota). A més a més, l'INE va revisar a l'alça el creixement del segon semestre de l'any passat, la qual cosa implica un notable efecte arrossegament per a enguany. A tall d'exemple, fins i tot en un cas hipotètic en què els creixements intertrimestrals fossin del 0% en el que queda d'any, la dada per al conjunt del 2023 assoliria l'1,6%. Atès que tot apunta al fet que el creixement continuarà sent positiu, properament haurem de revisar la nostra previsió a l'alça i és probable que la situem al voltant del 2%.

La reactivació de l'economia espanyola no se sustenta en el consum de les llars, el qual, llastat per la inflació elevada, se situa encara un 5% per sota dels nivells previs a la pandèmia. De fet, el consum que les famílies espanyoles realitzen dins el país ha reculat un 1,5% en termes reals en els dos últims trimestres (en termes nominals sí que registra una taxa de creixement positiva). No obstant això, ho està compensant amb escreix el bon comportament de les exportacions de béns i de serveis. Destaca l'avanç de les exportacions de serveis, que van avançar un destacable 21% en el 1T de l'any.

A més a més, la recuperació de l'economia espanyola ve acompanyada d'una millora de la productivitat i de l'ocupació. En crisis anteriors, la destrucció d'ocupació solia ser superior a la caiguda de l'activitat, de manera que la productivitat augmentava. En canvi, durant els períodes de recuperació, l'ocupació creixia amb força i l'avanç de la productivitat era modest. Aquesta vegada ha estat diferent.

Durant la pandèmia, els mecanismes que es van posar en marxa per protegir l'ocupació, com els ERTO, van evitar un major augment de l'atur, però també van comportar una reculada important de la productivitat (perquè la caiguda de l'activitat va ser superior a la de les hores treballades). Així es van protegir les relacions laborals i també els ingressos de moltes famílies, però quedava per descobrir fins a quin punt quedarien afectades la recuperació de l'economia i, en particular, la productivitat. D'una banda, la protecció de les relacions laborals podia afavorir la reactivació econòmica i, per tant, una ràpida recuperació de la productivitat. Però, de l'altra, es podia frenar si els mecanismes de protecció dificultaven la capacitat d'ajust de les empreses.

Doncs, bé, un cop superada definitivament la pandèmia, es pot constatar que el ritme de creixement de la productivitat ha estat destacable. I també el de l'ocupació. En el 1T 2023, el comportament de l'ocupació va ser el millor dels 15 últims anys. Pel que fa a la productivitat (mesurada en termes d'hores efectivament treballades), mentre que, en l'últim cicle expansiu, comprès entre els anys 2014 i 2019, va créixer a un ritme del 0,5% anual, el 2022, el ritme d'avanç es va situar en l'1,4%. L'arrencada del 2023 ha estat encara millor, i, en el 1T, el creixement s'ha accelerat fins al 2,3% i se situa ja per damunt dels nivells previs a la pandèmia. A més a més, la recuperació de la productivitat està sent força generalitzada entre sectors, entre els quals destaca l'augment que han experimentat el comerç, el transport i l'hoteleria, així com les activitats professionals, científiques i tècniques.

En els propers mesos, l'economia espanyola haurà de continuar esquivant un entorn internacional advers i complex. Tot apunta al fet que el ritme de creixement dels principals socis comercials continuarà sent modest, i no es pot descartar que algun d'ells arribi a entrar en recessió. A més a més, l'augment dels tipus d'interès que està duent a terme el BCE continuarà pressionant la capacitat de despesa i d'inversió de les famílies i de les empreses. Serà difícil que l'economia espanyola mantingui el ritme de creixement del 1T. Però, ara com ara, ha començat l'any amb bon peu.

Oriol Aspachs
Maig 2023

Cronologia

ABRIL 2023

2 L'OPEP+ anuncia una retallada addicional de la producció en 1,15 milions de barrils diaris (mbd), fins a una reducció total de 3,66 mbd.
9 Kazuo Ueda es converteix en el nou governador del Banc del Japó.
19 Les Nacions Unides estimen que el 2023 l'Índia superarà la Xina i es convertirà en el país amb més població del món.

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.

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.

Agenda

MAIG 2023

2-3 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
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).
17 Japó: PIB (1T).
18 Espanya: comerç exterior (març).
19 Portugal: ràting Moody's.
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).

JUNY 2023

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
9 Espanya: ràting DBRS.
Portugal: comerç internacional (abril).
12 Portugal: xifra de negocis al sector serveis (abril).
13-14 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
15 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
16 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
23 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (1T).
Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).
Portugal: desglossament del PIB (1T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (juny).
Portugal: ràtio NPL (1T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
29-30 Consell Europeu.
30 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (maig).
Portugal: avanç de l'IPC (juny).

Flexibilitat en temps d'incertesa

La publicació de les dades d'activitat del 1T ha confirmat que l'economia ha superat l'hivern sense que es produís el temut refredament de l'activitat. El creixement mundial anualitzat (pròxim al 3,5%) es va situar per damunt del potencial i de les expectatives més optimistes, fruit del manteniment d'un bon comportament del mercat de treball, de la solidesa que continuen mostrant els balanços de les famílies i de les empreses, de la recuperació de les expectatives dels agents, de la reactivació de l'economia xinesa després de la reobertura i, finalment, dels efectes positius de les baixades dels preus del petroli i del gas dels últims mesos. Les dinàmiques econòmiques s'han vist afavorides per la reducció dels desajustaments entre l'oferta i la demanda, i aquest retorn a una certa normalitat després de les contínues disrupcions dels 36 últims mesos (pandèmia, problemes en les cadenes de valor, risc geopolític, etc.) ha permès que el cicle de negocis esquivés els obstacles dels últims mesos millor del que s'esperava.

Però no és temps per a la complaença, perquè nous reptes apareixen a l'horitzó. Entrem en una etapa diferent, en què es continuaran arrossegant alguns dels problemes de l'anterior, perquè l'altra cara de la moneda del bon funcionament de l'activitat continua sent la incertesa sobre l'evolució de la inflació, els símptomes de millora de la qual són incomplets. La visibilitat sobre el comportament dels preus a mitjà termini és limitada, ja que, més enllà de les millores en les lectures generals pels efectes base, el nucli tendencial continua mostrant una resistència a la baixa. La clau a curt termini serà la transmissió de l'enduriment monetari a la inflació, però també a l'estabilitat financera, que posarà a prova l'objectiu dual dels bancs centrals. Ara com ara, els resultats de les enquestes creditícies mostren que les pujades de tipus d'interès ja s'estan reflectint tant en l'oferta com, en especial, en la demanda de finançament per part de les empreses i dels consumidors. Això anticiparia un refredament del consum i de la inversió en la segona meitat de l'any. La intensitat d'aquest ajust de la demanda i la seva capacitat per fer retornar la inflació a l'objectiu del 2% a mitjà termini determinaran si serà definitiva la pausa que realitzaran els bancs centrals abans de l'estiu. Després de les reunions de la primera setmana de maig, sembla que aquest moment ha arribat per a la Reserva Federal, mentre que, a la zona de l'euro, quedarien una o dues pujades de 25 p. b. abans que el BCE es prengui un merescut descans.

Tot això emmarcat en una implementació de la política monetària més flexible i subjecta a l'evolució de les dades, per poder respondre a sorpreses inesperades pel costat econòmic o financer. En aquest últim vessant, continuem veient les brases de les turbulències del març, quan es van posar de manifest tant les febleses en els models de negoci d'algunes entitats financeres regionals nord-americanes com les fallades de disseny en la seva regulació i supervisió. Pujades tan marcades i intenses dels tipus d'interès són un *stress-test* exigent per a entitats que presenten febleses en solvència i/o en liquiditat. La compra del First Republic per part de JP Morgan, que, en teoria, hauria d'haver estat el principi del final del primer episodi d'inestabilitat financera d'aquest cicle d'enduriment monetari, no ha acabat d'esvair els dubtes sobre la situació d'algunes entitats de petita i de mitjana dimensió als EUA i ha reforçat l'opinió dels mercats que la Fed es veurà obligada a abaixar els tipus d'interès a partir de l'estiu, tot i que, atesos els missatges dels consellers del banc central, sembla que és massa d'hora per donar per descomptat que els tipus hagin de baixar tan a curt termini. En allò que sí que hi ha una coincidència total entre els inversors i la Fed és en l'elevada probabilitat d'un ajust a la baixa de l'activitat al final d'enguany als EUA, ateses la intensa inversió del pendent de la corba de rendibilitats entre els 3 mesos i els 10 anys i les previsions de creixement conservadores de l'*staff* de l'autoritat monetària nord-americana.

En definitiva, després d'un inici d'any molt millor del que s'esperava, la solidesa de l'economia mundial es tornarà a posar a prova en els propers mesos. La flexibilitat i la coordinació de la política econòmica davant els nous desafiaments determinaran la capacitat del cicle d'activitat de superar els nous reptes. Molt a la vora es presenta, per exemple, la gestió del sostre de deute als EUA.

José Ramón Díez

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	0,6	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	–0,8	–1,4	–0,6	–0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	1,0	–0,4	1,3	1,3
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–0,4	–0,9	–0,8

Previsions

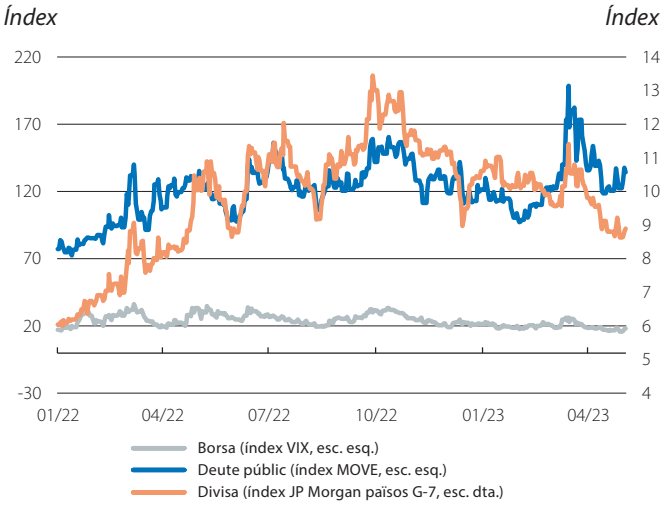
Calma tensa i recuperació primaveral als mercats financers

El focus inversor retorna a la inflació, al risc de recessió i a la política monetària. Els mercats financers van registrar una estabilització generalitzada al llarg d'abril, a mesura que el radar dels inversors deixava enrere l'episodi de turbulència financera del març i es redirigia cap a les perspectives de creixement i d'inflació, amb la publicació de les dades del PIB del 1T 2023 i de la temporada de resultats empresarials. Així, els principals actius van viure una primera quinzena de calma tensa i de recuperació modesta i després, en les últimes setmanes, van zigzaguejar arran dels senyals de persistència en les pressions inflacionistes, dels temors a un refredament econòmic mundial i dels dubtes sobre la posició financera d'alguns bancs regionals nord-americans, amb la caiguda del First Republic Bank durant el pont del començament de maig. Per la seva banda, els principals bancs centrals van reincidir en la necessitat de mantenir una política monetària de tipus més alts i per més temps, tot i que van reiterar el mantra que tot depèn de l'evolució de les dades. En aquest entorn, les borses internacionals van tancar el mes amb resultats mixtos, i la rendibilitat de la renda sobirana va ascendir lleugerament i el tipus de canvi del dòlar nord-americà es va depreciar en relació amb les principals divises. Les mètriques de volatilitat recullen aquesta estabilització al llarg d'abril, tot i que ho fan amb alts i baixos i fluctuant encara en cotes històricament elevades.

Els bancs centrals premen els frens, tot i que amb matisos. Aquesta calma tensa va pavimentar el camí dels bancs centrals per avançar en el procés d'enduriment monetari, tot i que ho fan a ritmes diferents i amb divergències creixents sobre els possibles pròxims passos. Així, al costat *hawkish*, van destacar, una vegada més, el BCE i el suec Riksbank, amb pujades en els tipus oficials de 25 p. b. i de 50 p. b., respectivament, i amb la intenció clara de continuar ajustant-los a l'alça en els propers mesos. Mentrestant, la Reserva Federal dels EUA va incrementar els tipus en 25 p. b., fins al rang del 5,00%-5,25%, malgrat que va donar senyals que podria pausar les pujades en els propers mesos si la inflació continua descendint i si el mercat laboral es continua normalitzant. Una estratègia similar podria adoptar el Banc d'Anglaterra, que, davant la sorpresa a l'alça en les dades d'inflació i de salaris, probablement anunciarà una última pujada de tipus a la reunió del maig. En canvi, els bancs centrals d'alguns mercats emergents (com Corea del Sud) han optat per pausar les pujades de tipus i, fins i tot, han establert les bases per a l'inici de les baixades (a Hongria, per exemple). Finalment, en la primera reunió amb Kazuo Ueda com a governador, el Banc del Japó va mantenir intacte el biaix acomodatici en la política monetària i va anunciar una revisió de 18 mesos per recalibrar el marc aplicat.

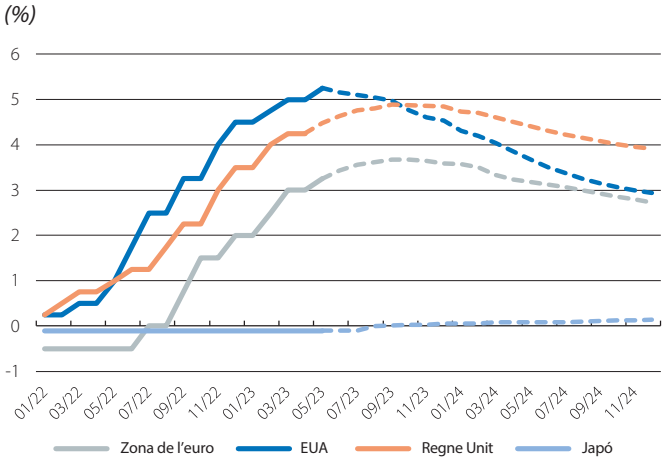
Repunt de tipus, tant des del retrovisor com cap endavant. En aquest entorn, els implícits als mercats monetaris es van reajustar a l'alça en relació amb les cotitzacions del març i van retornar als nivells esperats al començament de l'any. D'aquesta manera, al final d'abril, els inversors cotitzen que el BCE durà el tipus *depo* al 3,75% al setembre i iniciarà un procés gradual de baixades el 2024. Per a la Reserva Federal, en canvi, es cotitza que el pic ja s'ha assolit i que s'aprovaran un total de 75 p. b. de baixa-

Volatilitat implícita als mercats financers



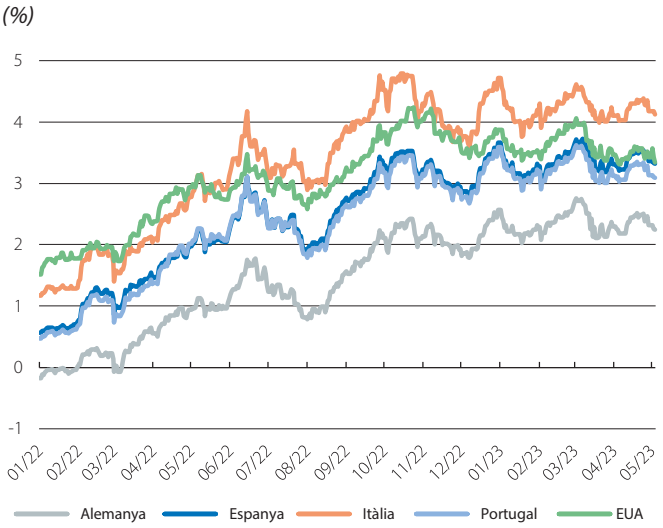
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus oficials i expectatives segons els mercats monetaris



Nota: *Les línies de punts corresponen a les expectatives dels mercats segons els implícits de la corba d'OIS swaps al final d'abril.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

des fins al final d'enguany, un ajust que, malgrat tot, seria inferior al que s'esperava cap a la meitat de març. Aquestes revisions s'han reflectit en un increment generalitzat dels tipus sobirans, tot i que els principals referents encara cotitzen per sota dels nivells previs a la caiguda del Silicon Valley Bank. Les principals corbes sobiranes també mantenen un pendent negatiu entre els trams curts (2 anys) i els més llargs (10 anys). Als EUA, les lletres del Tresor a curt termini han repuntat de manera notable davant els temors d'un possible impagament si no s'assoleix un acord al Congrés per apujar el sostre de deute.

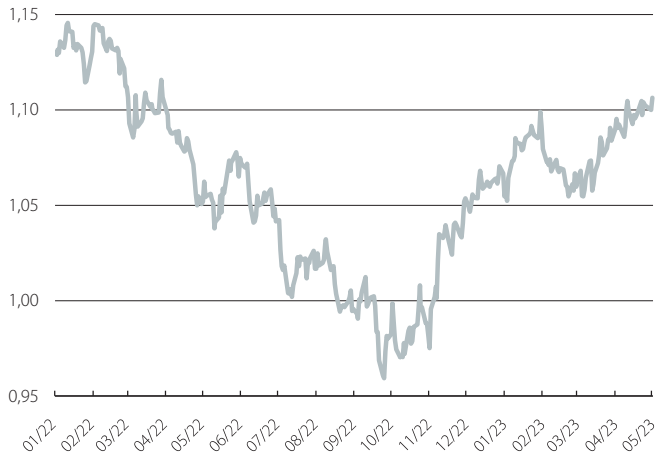
Recuperació sòlida de l'euro. El nerviosisme al voltant del límit del deute nord-americà, juntament amb la visió que el cicle de pujades en els tipus oficials ja ha culminat als EUA i que, en canvi, encara té recorregut a la zona de l'euro, ha donat suport al tipus de canvi de l'euro. En el seu canvi amb el dòlar, la moneda comuna va tancar l'abril cotitzant en els nivells màxims des de fa un any, per damunt del llindar de l'1,10. L'euro també ha trobat refugi en la millora de les perspectives de l'economia europea per a enguany i en la percepció de relativa robustesa del sector bancari a la zona de l'euro, que ha pogut maniobrar sense gaire ensurts els períodes recents de turbulència financera.

La renda variable en alts i baixos, tot i que amb saldos verds. Mentrestant, les borses internacionals van registrar unes primeres setmanes de notable recuperació (l'1,8% en l'Euro Stoxx 50 i el 0,7% en l'S&P 500 entre el final de març i mitjan abril), per després reprendre una tendència negativa en les últimes sessions del mes. Per sectors, destaca en negatiu el sector bancari, en especial als EUA, que tanca l'abril prop dels mínims des de l'inici de l'any. A Europa, per la seva banda, la cotització de la banca registra un saldo positiu a l'abril, tot i que es manté encara prop del 10% per sota del nivell que cotitzava a l'inici de març. En positiu, va destacar el sector tecnològic, que ha vist una bona temporada de resultats en el 1T a les grans companyies nord-americanes, esperonades pel furor generat per les tecnologies associades a la intel·ligència artificial. Als mercats emergents, les borses van tancar l'abril en vermell, principalment als índexs asiàtics. Ja al març, els fluxos nets de capital estranger cap al conjunt de països emergents van recular el 52% en relació amb el mes anterior (fins als 9.400 milions de dòlars), segons l'Institut Internacional de Finances.

Primeres matèries: (des)tensionament davant un possible refredament de la demanda. Igual que altres actius, els temors a una recessió econòmica van anar contenint l'avanç dels preus energètics al llarg d'abril. Aquest va ser el cas del preu del barril de Brent, que va començar el mes amb forts repunts després de la decisió de l'OPEP i dels seus aliats de retallar l'oferta, en una mica més d'un milió de barrils diaris, per després anar cedint terreny davant un potencial afebliment de la demanda mundial. El gas natural europeu (TTF holandès) es va continuar abaratint, fins a cotitzar per sota dels 40 €/MWh (mínim en 21 mesos), gràcies a l'elevat nivell de reserves, al flux creixent de les importacions de gas natural liquat i a la moderació de la demanda. En aquest sentit, en el seu esforç per reduir els costos en el subministrament, la UE va engegar la primera ronda de compres conjuntes de gas per part dels Estats membres. Addicionalment, els preus agrícoles també van experimentar una volatilitat notable, a causa de l'agreujament de la sequera en diverses regions productores, i va destacar l'encariment del sucre, per damunt del 50% interanual, a conseqüència dels retards en la producció.

Tipus de canvi de l'euro enfront del dòlar

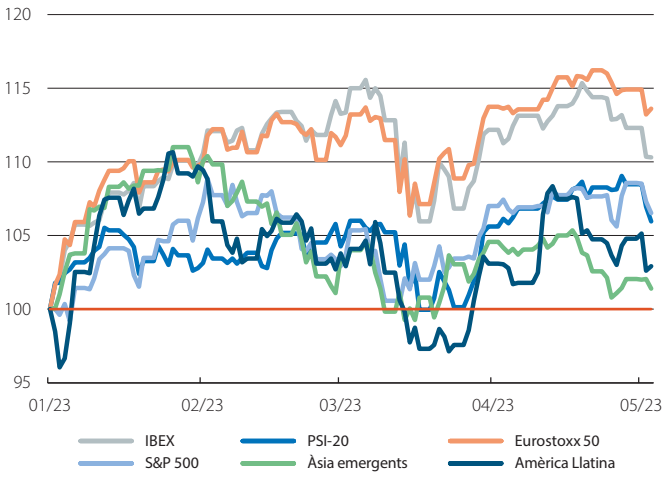
(Dòlars per euro)



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

Principals borses internacionals

Índex (100 = gener 2023)



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

Primeres matèries

	Mesura	Preu	Variació (%)	
			Últim mes	En l'any
Commodities	Índex	104,3	–1,1	–7,5
Energia	Índex	32,8	–0,9	–20,3
Brent	$/barril	79,5	–0,3	–7,4
Gas natural (Europa)	€/MWh	38,5	–19,4	–49,5
Metalls preciosos	Índex	228,7	1,3	6,4
Or	$/unça	1.990,0	1,1	9,1
Pal·ladi	$/unça	1.506,9	2,9	–15,9
Metalls industrials	Índex	153,9	–3,8	–6,9
Alumini	$/t	2.356,0	–2,4	–0,9
Níquel	$/t	24.219,0	1,6	–19,4
Agrícola	Índex	66,7	–2,0	–3,2
Sucre	$/lliura	27,0	21,3	34,7
Blat	$/bushel	619,8	–10,5	–21,7

Nota: *Dades al final del període (28 d'abril del 2023).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari

Fins no fa gaire, semblava que els mercats financers havien digerit sense gaire pesadesa la contundent dosi d'enduriment monetari que han posat en marxa els bancs centrals per controlar la inflació. No obstant això, amb els tipus d'interès endinsant-se cada vegada més en terreny restrictiu, és a dir, en nivells que haurien de refredar l'economia, augmenta el risc d'esdeveniments d'estrès i de turbulències financeres.

En aquest sentit, el deteriorament abrupte de la situació financera d'alguns bancs regionals als EUA, amb la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) el 10 de març, i les dificultats del suís Credit Suisse, adquirit per UBS el 18-20 de març, han posat sobre la taula els potencials efectes col·laterals de l'enduriment monetari, que busca l'estabilitat de preus, sobre l'estabilitat financera. En teoria, les autoritats monetàries instrumenten el primer objectiu amb mesures convencionals, mentre que el segon s'aborda amb regulació, amb supervisió i amb provisió de liquiditat. No obstant això, en moments de pèrdua de confiança, les eines i els objectius poden entrar en conflicte. L'experiència històrica també suggereix que els enduriments monetaris ràpids, intensos i inesperats poden destapar bosses financeres de fragilitat, com ja va succeir amb l'SVB.

Un episodi d'estrès concentrat i limitat, tot i que revelador

L'episodi recent de turbulències ha comportat un tensionament de les condicions financeres que queda ben reflectit en els nostres índexs de condicions financeres (ICF), tant a la zona de l'euro com als EUA.[1] Les mètriques suggereixen, però, que el deteriorament va ser de curta durada i menys intens que en episodis anteriors.

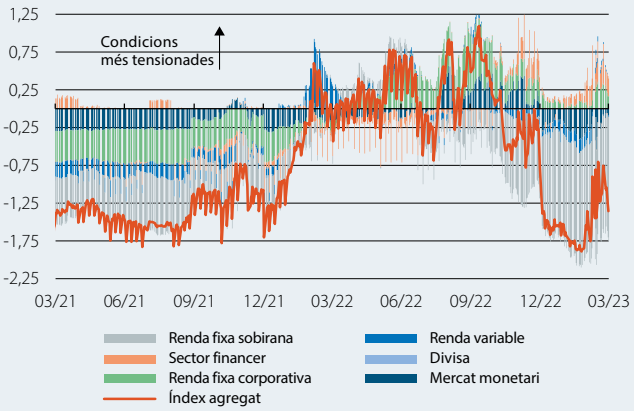
Segons el desglossament per components, el fort *repricing* de les expectatives de tipus d'interès i la conseqüent caiguda en la rendibilitat dels bons sobirans a curt termini van ser un fort matalàs per a unes condicions financeres que, simultàniament, s'estaven veient pressionades per una ampliació dels diferencials dels bons corporatius (en especial, en els actius de pitjor qualitat) i dels tipus interbancaris (al nostre ICF, es mesura mitjançant el diferencial entre l'euríbor a 3 mesos i la lletra alemanya a 3 mesos) i per la cotització dels bancs a la borsa. Així, aquest diferencial en els tipus monetaris, la renda fixa corporativa i la penalització borsària del sector bancari van ser els principals impulsors del deteriorament dels ICF al març.

Cal tenir en compte que els nostres ICF no inclouen mètriques de liquiditat en el sistema i, per tant, poden infraestimar el tensionament en el context macrofinancer actual.

1. Per a més informació sobre l'ICF, vegeu «L'enfocament holístic del BCE», a l'IM06/2021.

Condicions financeres de la zona de l'euro: l'índex de CaixaBank Research i els seus components

Índex (0 = mitjana històrica)



Font: *CaixaBank Research.*

Dit això, la veritat és que els índexs revelen que l'impacte de l'episodi sobre els mercats de capitals ha estat contingut i que, en gran part, ja ha revertit, en especial a Europa. De fet, les últimes setmanes han vist una moderació de l'estrès: als EUA, la sortida de dipòsits als bancs s'ha aturat i, de retruc, ha caigut l'ús de les finestretes de liquiditat de la Fed. També s'ha recuperat la cotització borsària del sector bancari a la zona de l'euro, i, fins i tot, s'ha estabilitzat el mercat de bons AT1.

Quins poden ser els talons d'Aquil·les?

Sembla que la lectura del mercat apunta a un episodi amb causes concretes i idiosincràtiques. No obstant això, el fet que les turbulències hagin tingut l'epicentre al sector bancari ha deteriorat la confiança dels inversors, amb seqüeles encara evidents en algunes institucions i en alguns mercats. En aquest context, què ens diu aquest episodi de possibles fragilitats al sistema financer?

En primer lloc, il·lustra algunes vulnerabilitats que l'enduriment monetari pot destapar al sector financer i, en especial, en aquells bancs amb nombrosos dipositants no assegurats i subjectes a un risc de tipus d'interès elevat (és a dir, entitats que veuen com es deteriora la seva rendibilitat arran de la pujada de tipus d'interès que s'ha produït), com sembla que està succeint en alguns bancs regionals nord-americans, tal com ho ha assenyalat l'FMI.[2]

D'altra banda, al sector financer no bancari, existeix una certa preocupació sobre determinats fons d'inversió que han acumulat exposicions al risc en els últims anys i que

2. Vegeu Global Financial Stability Report (2023), «Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks».

compten amb posicions de liquiditat molt ajustades. A més a més, a diferència del sector bancari, la majoria d'aquests fons no gaudeixen de l'accés a la totalitat de les finestres de liquiditat proveïdes pels bancs centrals.

Pel que fa al sector no financer, s'ha posat molt el focus sobre el sector immobiliari, tant el residencial com el comercial, ja que el refredament de la demanda i els possibles canvis estructurals després de la pandèmia amenacen amb importants correccions en preus en un sector que l'FMI considera «significativament sobrevalorat».[3]

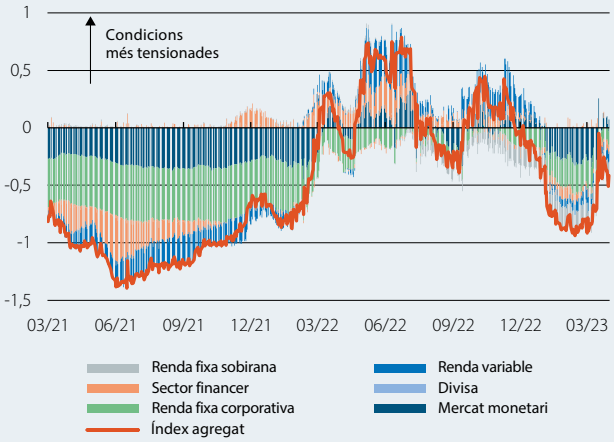
Així, segons afirma l'FMI, com el sector immobiliari comercial està molt connectat amb el sector financer, l'enduriment del finançament i les caigudes dels preus poden provocar espirals de deteriorament en les valoracions i majors enduriments que reverberin per tota l'economia real. Als EUA, aquesta connexió és major per la via bancària, ja que el sector immobiliari comercial depèn, en gran part, de la banca regional. A la zona de l'euro, l'exposició mitjana dels bancs al sector immobiliari comercial és inferior, però, així i tot, la Junta Europea de Risc Sistèmic ha alertat recentment dels perills sistèmics d'una evolució adversa del sector immobiliari comercial.[4] D'altra banda, el canal de finançament no bancari del sector immobiliari comercial és una potencial font d'inestabilitat a nivell mundial. Tant l'FMI com el BCE han alertat de la rellevància adquirida pels fons d'inversió immobiliària, on destaquen els mercats de fideïcomisos d'inversió immobiliària i de títols recolzats per hipoteques comercials, que acumulen pèrdues importants en els últims mesos.[5]

D'altra banda, el sector corporatiu no financer ha mostrat una bona salut en els últims trimestres, gràcies a l'augment dels marges, però encara haurà de provar durant uns trimestres més la seva resistència a un entorn de moderació del consum i de costos de finançament més elevats. Les turbulències financeres del març il·lustren que, en escenaris macro adversos, el tensionament de les primes de risc corporatives (en especial per als actius de major risc) pot pressionar encara més els costos de finançament. Així sembla corroborar-ho l'FMI, que estima que el percentatge de deute de grans empreses en economies avançades que passaria de tenir grau d'inversió a grau especulatiu augmentaria en 30 p. p. en un escenari recessiu sever.

Mentrestant, el procés de reducció del balanç dels bancs centrals també podria presentar desafiaments per als mercats de deute sobirà en un moment en què l'excés de liquiditat es va reduint, els nivells de deute són elevats i l'oferta addicional de bons haurà de ser absorbida per

Condicions financeres dels EUA: l'índex de CaixaBank Research i els seus components

Índex (0 = mitjana històrica)



Font: *CaixaBank Research.*

inversors privats. Dit això, els bancs centrals han mostrat la seva voluntat de fer costat a aquests mercats en moments d'estrès financer, com al Regne Unit a l'octubre.

Finalment, fins ara, els mercats emergents han pogut gestionar el procés de normalització monetària als països avançats i el període recent de turbulència financera, tot i que encara continuen pressionats i hauran de demostrar la seva resiliència en escenaris adversos. I és que l'entorn econòmic continua sent exigent, amb riscos que van des de la geopolítica a la persistència de la inflació (amb el conseqüent major enduriment monetari), passant pels riscos de correcció en alguns mercats immobiliaris tensionats o d'altres esdeveniments inesperats.

Antonio Montilla i David del Val

3. Segons l'FMI, el mercat immobiliari comercial sembla significativament sobrevalorat a tots els països, atesa la desviació que la ràtio entre ingressos nets i preu de la propietat té en relació amb la seva tendència històrica.
4. Vegeu https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023_01.pdf
5. Vegeu BCE, «The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations».

Tipus d'interès (%)

	30-abril	31-març	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,50	3,50	0	100,0	350,0
Euríbor 3 mesos	3,27	3,04	23	113,3	369,0
Euríbor 12 mesos	3,88	3,62	26	58,9	365,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,09	3,01	8	49,1	330,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,69	2,68	1	–7,3	241,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,31	2,29	2	–25,8	134,8
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,36	3,30	6	–30,4	133,5
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,13	3,12	1	–45,3	106,6
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,00	5,00	0	50,0	450,0
Líbor 3 mesos	5,30	5,19	11	53,5	393,9
Líbor 12 mesos	5,37	5,31	6	–11,6	267,1
Deute públic a 1 any	4,74	4,59	15	5,4	264,3
Deute públic a 2 anys	4,01	4,03	–2	–41,9	122,4
Deute públic a 10 anys	3,42	3,47	–5	–45,3	45,1

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

	30-abril	31-març	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	83	85	–2	–7,3	–5,6
Itraxx Financer Sènior	98	99	–1	–1,3	–1,0
Itraxx Financer Subordinat	187	184	3	15,3	–2,0

Tipus de canvi

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,102	1,084	1,7	2,9	4,7
EUR/JPY (iens per euro)	150,070	144,090	4,2	6,9	9,6
EUR/GBP (lliures per euro)	0,877	0,879	–0,3	–1,0	4,2
USD/JPY (iens per dòlar)	136,300	132,860	2,6	4,0	4,7

Primeres matèries

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	547,5	550,6	–0,6	–1,3	–14,6
Brent ($/barril)	79,5	79,8	–0,3	–7,4	–24,2
Or ($/unça)	1.990,0	1.969,3	1,1	9,1	6,5

Renda variable

	30-abril	31-març	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.169,5	4.109,3	1,5	8,6	–0,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.359,3	4.315,1	1,0	14,9	15,9
Ibex 35 (Espanya)	9.241,0	9.232,5	0,1	12,3	7,6
PSI 20 (Portugal)	6.212,3	6.046,6	2,7	8,5	5,6
Nikkei 225 (Japó)	28.856,4	28.041,5	2,9	10,6	7,6
MSCI emergents	977,1	990,3	–1,3	2,2	–8,6

Un millor inici d'any de l'economia internacional, que, malgrat tot, no esvaeix els dubtes

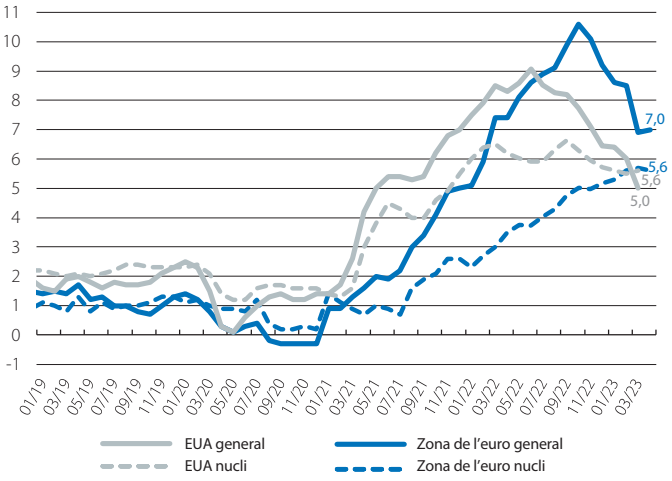
El creixement en el 1T 2023 ha estat positiu. De fet, els EUA van créixer el 0,3% intertrimestral; la zona de l'euro, el 0,1%, i la Xina va sorprendre amb el 2,2%. Aquesta arrencada introdueix un cert biaix a l'alça per a les previsions de creixement el 2023. No obstant això, el risc que la segona meitat de l'any sigui més feble, a mesura que les agressives pujades de tipus acabin de transmetre's a l'activitat, pot esbiaixar a la baixa el creixement esperat per al 2024. Aquest menor dinamisme econòmic, en un context en què, *a priori*, no s'anticipen tensions preocupants als mercats d'energia, permetrà que la inflació es vagi reduint, sobretot pel que fa als components subjacents, que, ara com ara, estan mostrant resistència a baixar.

Una valoració positiva de la dada de PIB del 1T 2023 als EUA. Les dades preliminars mostren un creixement de l'1,1% anualitzat (el 0,3% intertrimestral) al començament de l'any, després del 2,6% del 4T 2022. Malgrat que s'ha perdut impuls, l'anàlisi per components revela una composició força robusta. De fet, una bona part de l'alentiment és deguda a una desacumulació d'inventaris: resten 1,3 p. p. al creixement, després d'aportar gairebé 1,5 p. p. en el trimestre previ. A més a més, el consum privat va accelerar el ritme de creixement fins al 3,7% anualitzat (l'1,0% anterior), al mateix temps que la construcció va caure el 4,2%, després de recular a taxes de dos dígits en els tres trimestres previs. Així i tot, cal tenir en compte que les dades mensuals van dibuixar una senda de «més a menys» al llarg del període, i, a més a més, les dades disponibles de l'abril mostren una continuïtat d'aquesta tendència. Els indicadors més avançats apunten al fet que l'alentiment de l'economia s'intensificarà durant la resta de l'any i acusarà els efectes de l'enduriment de les condicions monetàries i de les últimes turbulències financeres.

Negociacions entre republicans i demòcrates per aconseguir apujar el sostre de deute. El sostre actual, de 31,4 bilions de dòlars, ja es va assolir al gener, però el Tresor va aprovar una sèrie de mesures excepcionals que expiren el 5 de juny per permetre que el Govern pugui complir les obligacions de pagament ja compromeses. Per anticipar-se a aquesta data límit, la Cambra Baixa, amb majoria republicana, va aprovar el 26 d'abril un projecte de llei per apujar el sostre de deute en 1,5 bilions de dòlars, a canvi, però, de retallades de despesa per 4,5 bilions i de limitar l'1,0% l'augment de la despesa en els 10 propers anys. El projecte s'ha d'aprovar ara al Senat, on, a l'hora de tancar aquest informe, la majoria demòcrata ja havia advertit que el vetarà. Aquesta situació no és nova, i, des dels anys noranta, la falta d'un acord a temps per apujar el sostre de deute ja ha provocat, en quatre ocasions, tancaments de més d'una jornada de l'Administració pública (en anglès, *shutdown*), que impliquen suspendre la prestació de tots els serveis públics, llevat dels considerats essencials, com a solució temporal per assegurar el pagament dels compromisos de deute. Si no s'assoleix un acord per apujar el sostre de deute, el tancament pot tenir un impacte macroeconòmic substancial: a més de ser una font d'incertesa i d'inestabilitat als mercats financers, la Congressional Budget Office estima que l'últim tancament, que va durar cinc setmanes, entre el desembre del

EUA i zona de l'euro: IPC

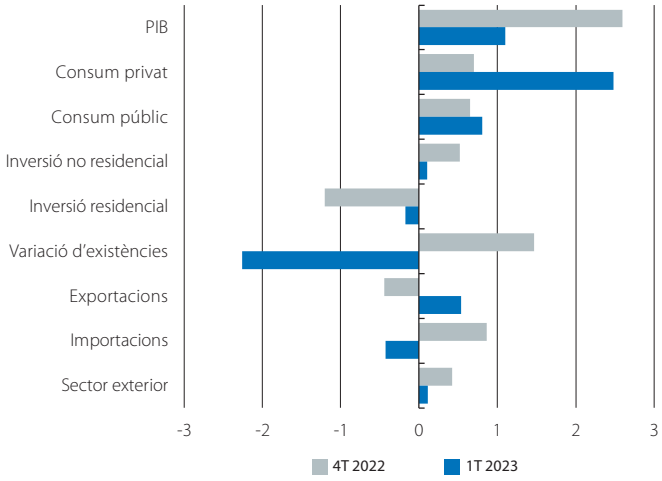
Variació interanual (%)



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

EUA: PIB i components

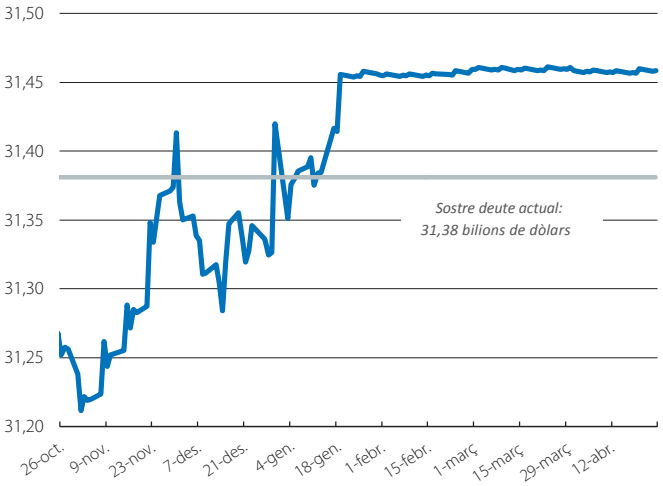
Contribució al creixement intertrimestral anualitzat (p. p.)



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

EUA: deute públic total

(Bilions de dòlars)



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

2018 i el gener del 2019, va restar 0,1 p. p. i 0,2 p. p. al creixement intertrimestal del 4T 2018 i del 1T 2019, respectivament. A causa d'aquests importants efectes, confiem que, igual que en el passat, finalment s'assolirà un acord.

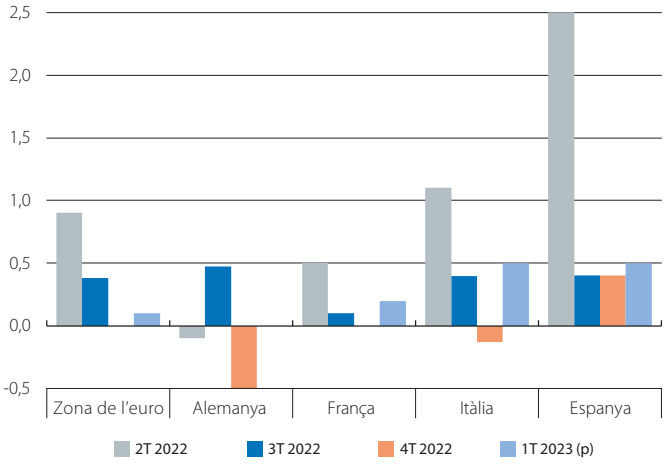
La zona de l'euro aconsegueix esquivar la recessió al començament de l'any. La zona de l'euro va créixer el 0,1% intertrimestral en el 1T 2023, resultat que, malgrat tot, s'ha tornat a veure afectat per la gran volatilitat de les dades d'Irlanda (amb una caiguda del 2,7%, resten més de 0,1 p. p. al creixement del conjunt de la zona de l'euro). Pel que fa a les principals economies, destaca el dinamisme d'Itàlia i d'Espanya (el +0,5% intertrimestral). Per la seva banda, França va créixer un modest 0,2%, a causa, en part, d'una aportació negativa força significativa dels inventaris (–0,3 p. p.). Alemanya s'estanca al començament de l'any (el 0,0%), malgrat que les últimes declaracions del Govern apuntaven que l'economia podria registrar un creixement positiu en el 1T 2023. Quant al desglossament per components, el sector exterior va tenir una significativa aportació positiva en el 1T, beneficiat per una bona arrencada de l'economia global el 2023, gràcies, en part, a la reobertura total de l'economia xinesa. Pel que fa a l'evolució de la demanda interna, els senyals són més dispars: el consum va caure a Alemanya i a Espanya; a França, es va estancar, i, a Itàlia, destaca el dinamisme de la demanda interna.

No obstant això, de cara als propers mesos, la incertesa continua sent molt elevada. Malgrat que els baixos preus del gas i l'elevat nivell de reserves representen un alleujament per a les empreses i per a les famílies, i així es reflecteix en el bon to d'indicadors com els PMI (54,1 punts a l'abril per a l'índex compost de la zona de l'euro, clarament en zona expansiva), la fortalesa se centra especialment als serveis (a la zona de l'euro, el PMI del sector va superar els 56 punts a l'abril). En canvi, el PMI manufacturer va caure fins als 45,8 punts (en zona contractiva per desè mes consecutiu), i, en algunes enquestes industrials, es comencen a detectar senyals incipients d'un descens de les comandes, en un context d'inventaris de productes acabats encara elevat. A més a més, arran de l'enduriment monetari del BCE, els propers mesos estaran marcats per la transmissió d'uns tipus d'interès més elevats al conjunt de l'economia (com ja ho mostren les enquestes de condicions creditícies que elabora el BCE mateix). En conseqüència, malgrat un bon inici d'any, encara cal superar reptes importants i no convé mostrar-se confiat en excés.

La capacitat de recuperació de l'economia xinesa ha superat les expectatives. De fet, va créixer el 2,2% en el 1T 2023 (el 0,6% en el 4T 2022), gràcies a l'impuls del consum de les famílies en un context de relaxament de les restriccions per COVID, al mateix temps que la normalització de les cadenes d'oferta ha donat oxigen al sector exportador. Aquest inici d'any dinàmic suggereix que es pot superar folgadament l'objectiu de creixement del 5,0% establert pel Govern, la qual cosa podria propiciar la retirada de les polítiques vigents de suport per tornar a una política més coherent amb els plans establerts a l'Assemblea Popular Nacional. A més a més, el comportament favorable mostrat en els últims mesos per la demanda interna i la recuperació que mostra la demanda de crèdit podrien aconsellar aplicar una política monetària menys expansiva. En conseqüència, és factible que el ritme de creixement intertrimestral vagi perdent força al llarg de l'any, sense que, per això, es vegi amenaçat el compliment de l'objectiu oficial.

Zona de l'euro: PIB

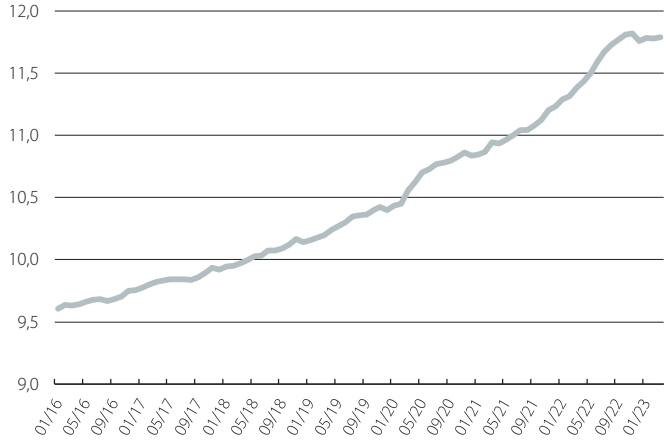
Variació intertrimestral (%)



Nota: *(p) Dada preliminar.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: crèdit a llars i a empreses no financeres

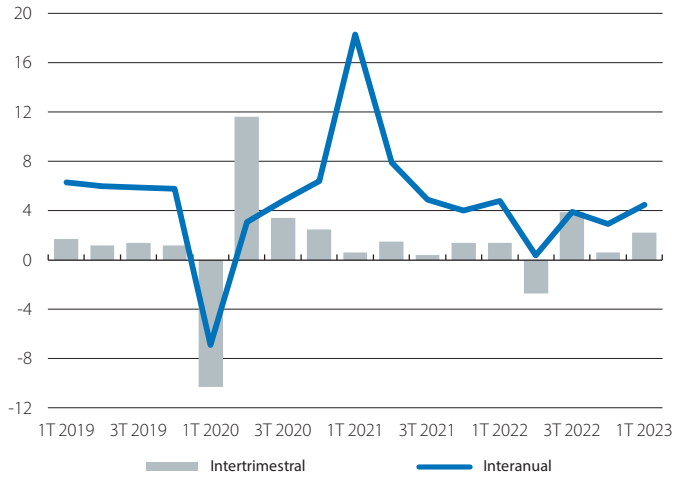
Saldo viu (bilions d'euros)



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

Xina: PIB

Variació (%)



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

Els emergents davant les pujades de tipus dels EUA i les últimes turbulències financeres

La Fed s'ha vist obligada a donar una resposta contundent per contenir l'avanç de la inflació i per ancorar les seves expectatives: en cap altre cicle de pujades anterior, el tipus de referència havia pujat tant (500 p. b.) en un espai de temps tan breu (poc més d'un any), la qual cosa ha provocat un tensionament important de les condicions financeres a nivell mundial. Quines repercussions té això sobre les economies emergents?

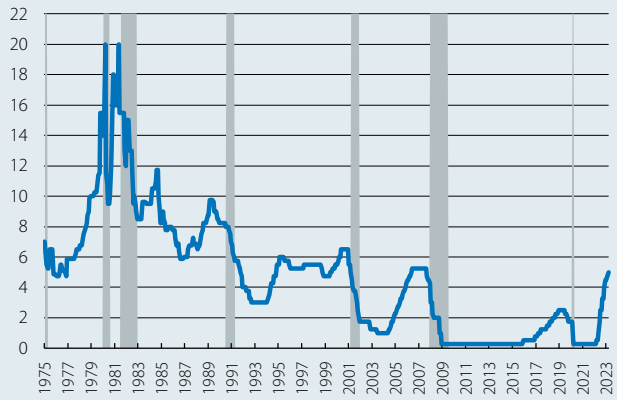
En les quatre últimes dècades, els països emergents han patit diverses crisis al llarg dels diferents cicles d'enduriment monetari als EUA, amb un cost econòmic i financer molt elevat. Tot i que les causes de cada episodi són diferents (les pujades de tipus de la Fed sí que estan més directament relacionades amb la crisi del deute a l'Amèrica Llatina al començament dels vuitanta i amb la del peso mexicà el 1994), el que és cert és que les decisions de política monetària de la Fed incideixen en les condicions financeres globals, i això té un efecte potencialment negatiu sobre les economies emergents més vulnerables.

A més a més, l'impacte d'una pujada de tipus sobre els mercats financers globals no sempre és el mateix, sinó que depèn del motiu d'aquesta pujada, com ho ha analitzat recentment el Banc Mundial.[1] Segons el seu informe, els detonants que cal seguir són: (i) un xoc d'inflació, (ii) l'anticipació dels mercats d'un major tensionament de la política monetària, o (iii) un xoc positiu de creixement. L'experiència històrica ens assenyala que, si les pujades de tipus tenen a veure amb els dos primers aspectes, és més probable assistir a efectes indirectes adversos sobre els mercats emergents, ja que, en les dues situacions, hi concorren la desacceleració econòmica als EUA i el deteriorament de la confiança dels inversors. El contrari succeeix quan les pujades de tipus responen a un xoc positiu de creixement. La mala notícia és que el cicle de pujades de tipus iniciat per la Fed el 2022 respon, principalment, als dos primers grups de factors.

A més a més, en aquestes circumstàncies, les economies emergents que es veuen pressionades acostumen a travessar episodis de pèrdua de valor de les seves divises. En aquest sentit, durant el 2022, diferents divises emergents van patir una depreciació significativa en relació amb el dòlar, superior al 15% en el cas de la lira turca, del peso colombià, del peso argentí, de la lliura egípcia i d'altres divises dels emergents frontera i de renda baixa.

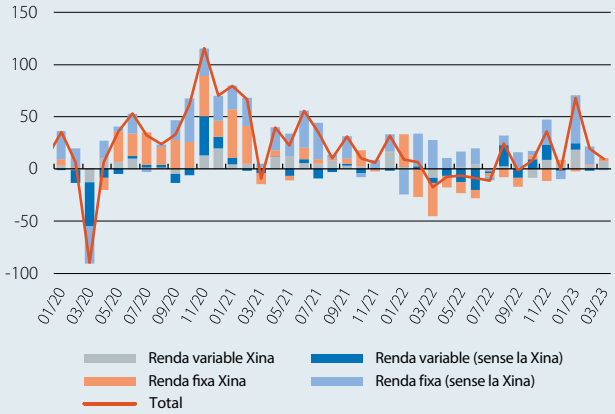
1. Vegeu World Bank Group, «How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends», desembre del 2022.

EUA: tipus d'interès de la política monetària
(%)



Nota: *Marquem en gris els períodes de recessió econòmica als EUA segons el National Bureau of Economic Research.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i del National Bureau of Economic Research.*

Mercats emergents: entrades netes de capital estranger
(Milers de milions de dòlars)



Nota: *Fluxos de cartera nets d'inversors estrangers a les economies emergents.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

Primeres conseqüències per als mercats emergents

L'impacte del tensionament de les condicions monetàries als EUA no havia estat tan intens com en cicles anteriors fins que la inestabilitat a la banca nord-americana, al començament de març, va provocar una sacsejada als mercats financers globals. Fins a aquesta data, l'avançament en la normalització de les polítiques monetàries d'una bona part dels emergents (en alguns casos, com a l'Amèrica Llatina, va començar al final del 2021) va afavorir l'ampliació dels diferencials de tipus reals en relació amb els de les economies avançades i va contribuir a la resistència dels mercats emergents durant una gran part del 2022. No obstant això, els últims esdeveniments d'inestabilitat

financera han intensificat la reducció d'aquest diferencial, en detriment dels emergents. Aquesta correcció és especialment severa a l'Amèrica Llatina, on, a més a més (i més enllà de casos extrems, com els patits a Veneçuela i a l'Argentina), la inflació persisteix més del que seria desitjable en nivells elevats, malgrat les pujades de tipus dels bancs centrals.

Un altre aspecte rellevant és l'impacte que les decisions de la Fed haurien tingut sobre els fluxos d'inversió estrangera cap a les economies emergents. Des de l'inici d'enguany, una menor apetència pel risc, arran del temor a una desacceleració de l'economia mundial, unida a la reducció dels diferencials sobirans emergents en relació amb els *treasuries*, fa menys atractives les inversions en els actius financers d'aquests països i, en especial, en aquells denominats en divisa local. D'altra banda, durant el mes de març, les turbulències financeres viscudes als EUA i a Europa després de la caiguda del Silicon Valley Bank van augmentar de manera significativa la inestabilitat dels mercats financers, però, malgrat que l'impacte va ser més notable als mercats de les economies desenvolupades que als mercats emergents, aquests últims no n'han sortit indemnes.[2]

De fet, segons les dades de l'Institut Internacional de Finances (IIF), a causa d'aquest fort augment de l'aversió al risc, només al març, els fluxos nets d'inversió cap als emergents van recular el 52%, amb una concentració de les majors reduccions en la renda fixa (pública i privada). Així, l'evolució futura de la inversió estrangera en aquests països s'enfronta a riscos importants, en un entorn ja exigent. D'una part, el seu nivell de deute es troba en màxims històrics[3] després de diversos anys de condicions de finançament laxes. I, de l'altra, des de la pandèmia, els inversors discriminen amb més rigor les inversions en funció de la qualificació creditícia dels països emissors. Això explica que les noves emissions de deute dels països amb dèficits externs més elevats siguin gairebé inexistents.

La Xina, un cas particular

A diferència d'una bona part de les economies emergents, la Xina no s'ha vist obligada a endurir les condicions monetàries per contenir la inflació, ja que l'aplicació de la política de COVID zero va provocar un refredament important de l'economia, amb el consegüent impacte desinflacionista: el 2022, la mitjana va ser del 2,0% i, durant l'any, ha reculat fins al 0,7%. De fet, el banc central ha

2. En part, gràcies a la diferent composició dels balanços de la banca als emergents, on la presència de dipòsits minoristes i de deute a mitjà termini és predominant, en relació amb una cartera d'actius *mark to market* (a preus corrents de mercat) menys rellevant, contràriament al que succeeix a la banca de les economies avançades.
3. Segons l'IIF, el 2022 el deute dels països emergents va assolir la xifra rècord de 98 bilions de dòlars, el 30% superior a la del 2019, i la ràtio de deute sobre el PIB es va situar en el 250%.

Mercats emergents: índex de condicions financeres

Desviació típica (punts)

Nota: *Calculat amb indicadors financers de 13 economies emergents.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics i de Refinitiv.*

estat aplicant una política clarament expansiva per sostenir el creixement de l'economia en aquest context de política sanitària, els efectes de la qual es van veure intensificats per la desacceleració de la demanda dels principals socis comercials. A més a més, la Xina tampoc té un problema d'accés al crèdit als mercats financers, ja que el seu deute extern amb prou feines representa el 15% del PIB, i, a més a més, el seu nivell de reserves supera, en més del 15%, el seu estoc total de deute extern. Per tant, la Xina és menys vulnerable a episodis d'inestabilitat financera global o a un tensionament de les condicions financeres globals. No obstant això, un dels principals problemes del sistema financer xinès és la seva elevada exposició al deute corporatiu: en el 3T 2022, era gairebé el 160% del PIB. La major part d'aquest deute està emès per empreses de naturalesa pública (amb nivells elevats de palanquejament) i amb un calendari de venciments molt concentrat en el curt termini. Aquest problema és especialment rellevant als bancs regionals, i el banc central mateix de la Xina reconeixia que hi havia unes 300 entitats d'alt risc.

En conclusió, sembla que l'augment de la inestabilitat financera afecta, principalment, les economies emergents més dependents de l'estalvi extern per finançar-se. Aspectes com els elevats dèficits per compte corrent o els alts percentatges de deute extern a curt termini són una font de fragilitat per a les seves divises, la depreciació de les quals seria un dels principals indicadors del seu risc. En aquest sentit, i com es desenvoluparà en un pròxim Focus, podem avançar que, el 2023, entre les economies més exposades a un canvi en el sentiment dels inversors destaquen Turquia, l'Argentina, Malàisia, Xile, el Perú, Colòmbia, Sud-àfrica i Egipte.

Beatriz Villafranca i Rita Sánchez Soliva

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	7,2	5,1	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,4	104,0	101,3
Producció industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,9	0,5	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,7	46,3	47,1
Habitatges iniciats *(milers)*	1.605	1.554	1.647	1.450	1.398	1.367	1.432	1.420	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	306	313	310	303	302	300,7	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,5	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–4,0	–3,9	–3,7	–3,6	–4,6	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	6,0	5,0	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	...

JAPÓ

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Activitat									
PIB real	2,1	1,0	1,7	1,5	0,4	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	31,3	33,9	35,4
Producció industrial	5,6	0,1	–3,6	4,0	0,6	–1,8	–1,4	–0,8	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,8	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–2,0	–3,0	–3,8	–5,3	–7,7	–15,6	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,3	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,4	3,7	...

XINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	5,9	3,5	10,6	...
Producció industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	2,4	3,9	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	52,6	51,9	49,2
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	889	728	824	908	933	912,4	979,6	...
Exportacions	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	–6,8	14,8	...
Importacions	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–7,3	–10,2	–1,4	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	1,0	0,7	...
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	6,9	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	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	...	1,1	–0,5	–2,5	...	–3,1	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	...	2,0	3,4	2,0	...	2,0	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	...	–22,7	–26,9	–26,9	–26,9	–19,0	–19,1	–17,5
Sentiment econòmic	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	99,6	99,2	99,3
PMI manufactures	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	48,5	47,3	45,8
PMI serveis	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	52,7	55,0	56,2
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	...	2,7	1,8	1,5	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,5	7,2	7,1	7,0	7,0	6,9	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,9	7,8	...
PIB real *(variació interanual)*	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	–0,1	–	–	–
França *(variació interanual)*	7,2	2,6	4,2	1,0	0,4	0,8	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	7,3	3,9	5,1	2,5	1,4	1,8	–	–	–

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	02/23	03/23	04/23
General	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	8,5	6,9	7,0
Subjacent	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,7	5,6

Sector exterior

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Saldo corrent	2,5	–1,2	0,6	–0,8	–1,2	...	–0,9	...	...
Alemanya	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	...	4,2	...	...
França	0,4	–2,2	–0,4	–1,4	–2,2	...	–2,1	...	...
Itàlia	3,1	–1,2	0,6	–1,1	–1,2	...	–1,1	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	93,1	93,3	94,6

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	02/23	03/23	04/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	5,7	...	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	3,2	...	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	...	3,7	...	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	...	3,7	...	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	–3,4	–3,5	...	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	17,5	...	...
Instruments negociables	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,4	21,2	...	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	...	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.*

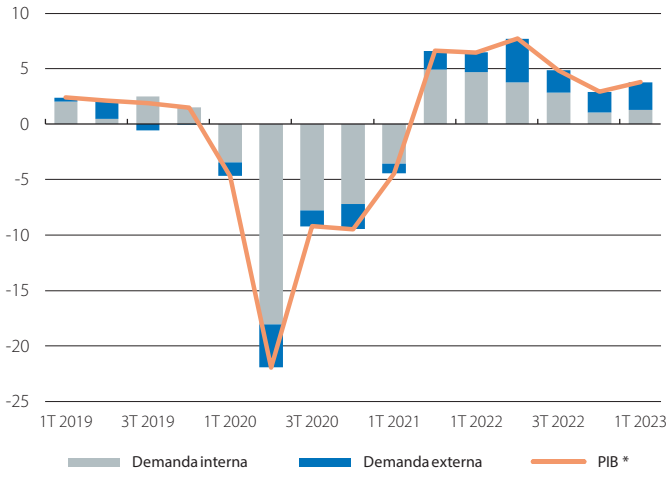
L'economia espanyola completa un primer trimestre molt positiu

El PIB va accelerar el seu avanç fins al 0,5% intertrimestral en el 1T 2023. En la primera estimació del 1T 2023, el creixement del PIB es va enfortir en relació amb el trimestre precedent, amb un avanç trimestral del 0,5%, en relació amb el 0,4% del 4T 2022 (després de ser revisat 2 dècimes a l'alça). En termes interanuals, el creixement va ascendir al 3,8%, en relació amb el 2,9% del trimestre anterior. A més a més, l'INE ha revisat l'ajust estacional de les dades històriques, de manera que ha canviat el perfil de creixement del PIB al llarg del 2022. En particular, s'ha revisat a la baixa el creixement del 1T 2022 en –0,4 p. p., fins al –0,4% intertrimestral, i s'ha revisat a l'alça l'estimació del 2T 2022 en +0,3 p. p., fins al 2,5%, i en +0,2 p. p. les del 3T i el 4T 2022, fins al 0,4% en els dos casos. Després d'aquestes dades, el PIB en el 1T 2023 se situa ja només el 0,2% per sota del nivell del 4T 2019, de manera que gairebé s'ha recuperat el nivell precrisi. Els motors de l'avanç en el 1T van ser la inversió, amb un repunt significatiu tant en equipament com en construcció, i el sector exterior, amb un creixement de les exportacions molt per damunt del de les importacions. La nota negativa va ser la feblesa del consum privat, amb una caiguda intertrimestral de l'1,3%. L'efecte arrossegament derivat de la revisió a l'alça dels creixements en la segona part del 2022 i el bon començament del 2023 ens faran revisar a l'alça la previsió de creixement per al conjunt del 2023.

La inflació general repunta per efectes base en l'energia, però destaca la caiguda de la subjacent. Segons la dada avançada per l'INE, la inflació general va repuntar a l'abril fins al 4,1% (el 3,3% al març). Els efectes base continuen dominant els moviments en el component energètic. A l'abril, l'efecte base va ser alcista, a causa de l'ajust a la baixa dels preus de l'energia que es va produir a l'abril del 2022 (pel descens intermensual del preu de l'electricitat després del fortíssim repunt al març del 2022 i per l'inici del subsidi de 20 cèntims per litre als carburants). Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va moderar de forma significativa en situar-se en el 6,6% (el 7,5% al març), afavorida per l'efecte base dels aliments elaborats (fa un any, van registrar un increment mensual del 2,6%, el major avanç intermensual de la sèrie històrica) i per la contenció de preus de la resta de components.

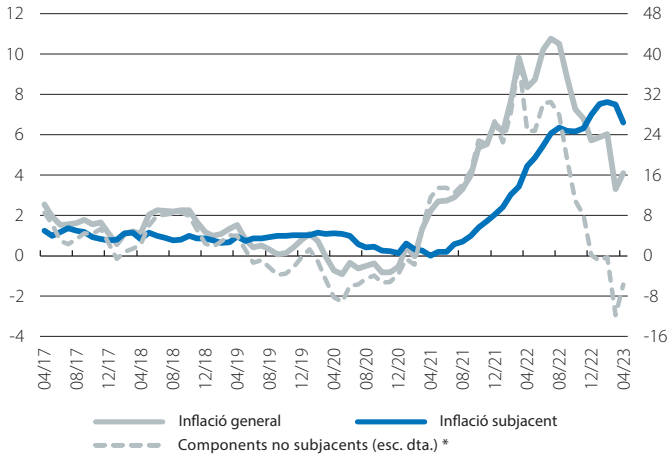
Senyals mixtos en els indicadors de sentiment econòmic al començament del 2T. El PMI del sector serveis va flexionar a la baixa, però es va mantenir en una còmoda zona expansiva (>50 punts), amb un registre a l'abril de 57,9 punts (59,4 al març), el segon nivell més elevat des del novembre del 2021. No obstant això, el sector industrial ha tornat a nivells contractius després de dos mesos en nivells expansius; en concret, el PMI del sector manufacturer ha anotat una reculada a l'abril de 2,3 punts, fins als 49 punts, a causa d'una caiguda de les noves comandes i d'un alentiment en el creixement de la producció, tot i que les empreses manufactureres van continuar ampliant les plantilles.

Espanya: PIB
Contribució al creixement interanual (p. p.)



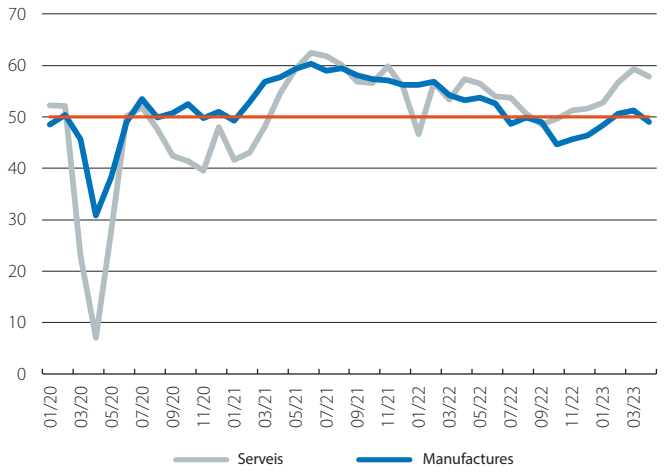
Nota: ** Variació interanual (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

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



Nota: ** Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: PMI
Nivell



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

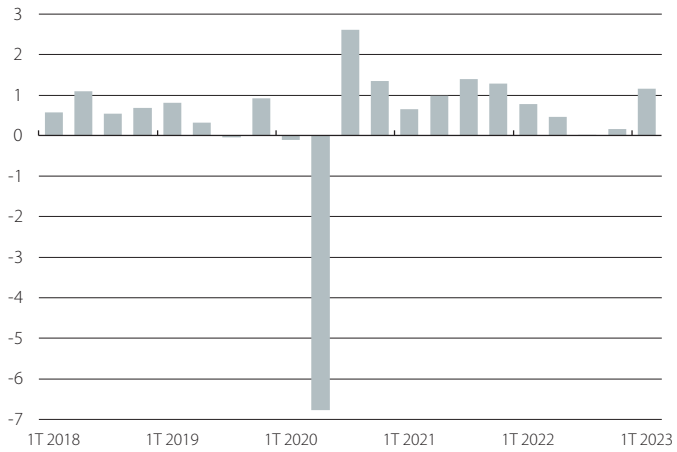
El mercat laboral exhibeix un to molt positiu. Els resultats de l'EPA del 1T 2023 i d'afiliats de l'abril confirmen el dinamisme del mercat laboral. Segons l'EPA, els ocupats van créixer a un ritme trimestral, corregit d'estacionalitat, de l'1,16%, molt per damunt del 0,16% del 4T 2022. Per la seva banda, la xifra d'aturats va augmentar en 103.800, per damunt de l'increment mitjà en un 1T el 2014-2019 (+15.000), tot i que el repunt va estar afectat pel notable avanç de la població activa (+92.000 *vs.* –93.000 de mitjana en els 1T del 2014 al 2019). D'aquesta manera, la taxa d'atur es va incrementar fins al 13,3% des del 12,9% del 4T 2022, malgrat que la xifra és 3 dècimes inferior a la d'un any enrere. Al seu torn, l'afiliació va guanyar dinamisme a l'abril, impulsada per l'embranzida dels serveis per Setmana Santa, i va créixer en 238.436 persones, en relació amb les 174.000 de mitjana en els mesos d'abril entre el 2014 i el 2019. La xifra total d'afiliats puja a 20.614.989, nou màxim històric, i presenta un increment de 595.908 persones en relació amb un any enrere. Així mateix, l'atur registrat va recular a l'abril en 73.890 persones i es va situar per sota dels 2,8 milions (la xifra més baixa des del 2008).

La millora de la balança comercial impulsa el compte corrent. En els dos primers mesos de l'any, la balança per compte corrent va anotar un superàvit de 5.600 milions d'euros, que contrasta amb el dèficit de 3.900 milions registrat en el mateix període del 2022, gràcies a la intensa reducció del dèficit comercial i al dinamisme del turisme. El menor dèficit comercial és resultat d'una millora de les balances energètica i no energètica. En particular, el dèficit energètic es va reduir al febrer fins als 3.045 milions d'euros, des dels 3.626 milions del febrer del 2022, en un context de caiguda dels preus d'importació (el –7,6% interanual). Per la seva banda, la balança de béns no energètics va presentar un superàvit de 580 milions d'euros, el més elevat en un mes de febrer des del 2014 i que contrasta amb el dèficit de 626 milions del febrer de l'any passat. Això ha estat possible gràcies a un creixement de les exportacions en termes nominals (el +10,1% interanual) molt superior al de les importacions (el +5,6%). En tot cas, el fort avanç de les exportacions va estar molt condicionat per l'encariment de les mercaderies, ja que els seus preus van augmentar el 14,1% interanual.

El sector turístic continua mantenint una bona tendència, amb un superàvit acumulat de la balança de serveis turístics en els dos primers mesos de l'any de 6.300 milions d'euros, en relació amb els 4.200 milions del gener-febrer del 2022. El sector turístic va mantenir el dinamisme al març, tot i que amb una mica menys d'intensitat que al febrer. Així, en el tercer mes de l'any, van arribar prop de 5,6 milions de turistes estrangers i van gastar 6.657 milions d'euros. Aquestes xifres se situen el 6,9% per sota del nivell del mateix mes del 2019 en el cas de les arribades (el –1,4% al febrer) i el 10,3% per damunt en el cas de la despesa (el 14,3% al febrer). Aquest menor dinamisme del març va ser degut a les pitjors dades del turisme alemany i francès. No obstant això, les xifres d'arribades de turistes d'altres mercats emissors clau van continuar sent positives, en especial les de britànics, que van reduir la bretxa en relació amb els nivells del 2019, i les de nord-americans, que van registrar un nivell d'arribades el 6,8% superior al del març del 2019 (el –0,8% al febrer).

*Espanya: ocupats **

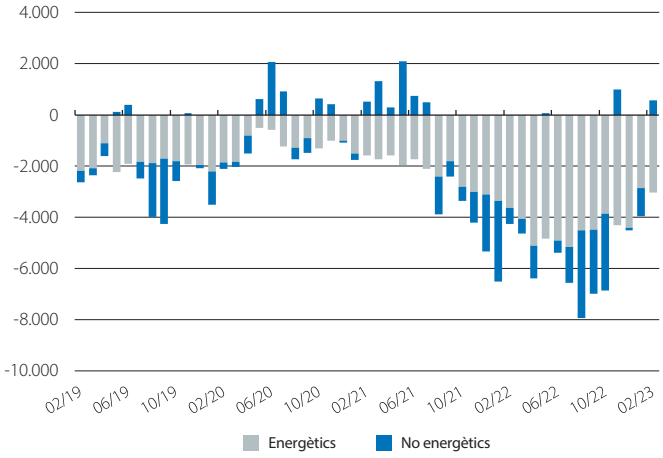
Variació intertrimestral (%)



Nota: ** Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

*Espanya: saldo comercial de béns **

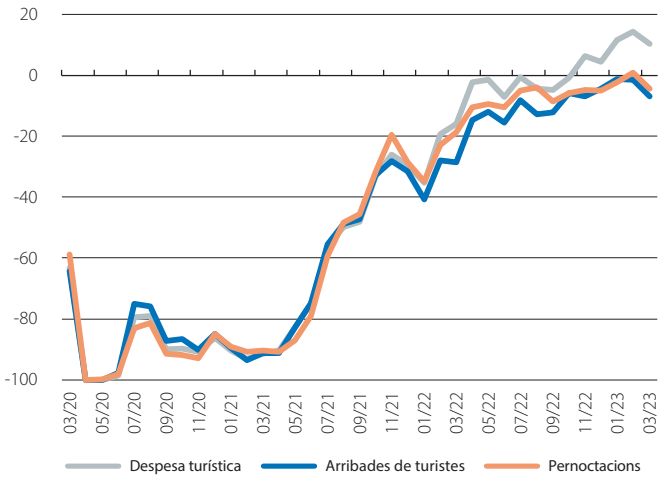
Dades mensuals (milions d'euros)



Nota: ** S'utilitza la classificació CUCI per a béns.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.*

Espanya: indicadors de turisme estranger

Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



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

Notable reducció de l'estalvi de les llars espanyoles el 2022: totes les claus

La inflació provoca la reducció de la taxa d'estalvi fins a nivells similars als de la prepandèmia

La capacitat d'estalvi de les famílies espanyoles s'ha vist reduïda de manera significativa el 2022, una tendència que s'ha accelerat per l'escalada de la inflació. Així, la taxa d'estalvi va baixar a cotes molt similars a les de la prepandèmia, després de dos anys en nivells molt superiors al normal a causa de les restriccions pandèmiques. En concret, la taxa d'estalvi del 2022 va ser del 7,2% de la renda bruta disponible (RBD), un nivell molt inferior a la mitjana del 2020-2021 (el 15,6%) i lleugerament per damunt de la mitjana del 2015-2019 (el 6,7%). Parlem de 58.500 milions d'euros d'estalvi brut, 50.000 milions menys que el 2021, però 8.500 milions més que en la mitjana del 2015-2019. En altres paraules: és cert que la taxa d'estalvi ha caigut molt en relació amb el 2021, però podem parlar d'un cert retorn a la normalitat després de dos anys amb nivells d'estalvi excepcionals amb la pandèmia. No obstant això, en lloc de fer-ho de manera gradual, ho ha fet de forma molt ràpida pel context inflacionista.

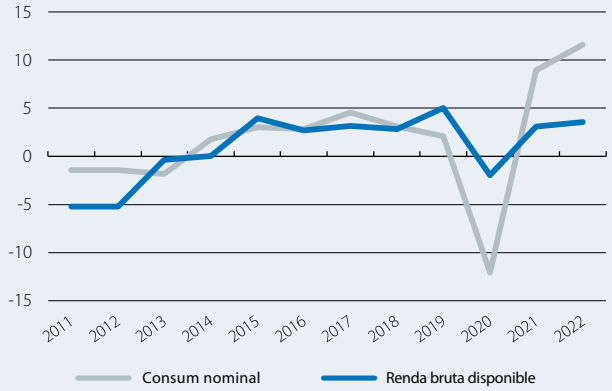
La caiguda de la taxa d'estalvi que es va produir l'any passat reflecteix un augment del consum nominal (l'11,6%) molt superior al de l'RBD (el 3,6%). La taxa de creixement de l'RBD es va quedar una mica per sota de les expectatives, tenint en compte un creixement de la remuneració dels assalariats més que notable (el 6,5% interanual), gràcies a la intensa creació d'ocupació, i la forta recuperació de les rendes netes de la propietat (el 20%), pels ingressos per dividends, que, a nivell agregat, van compensar amb escreix l'augment del pagament d'interessos. Aquest dinamisme es va veure moderat per l'augment del pagament d'impostos i per la caiguda de les prestacions socials (vegeu el tercer gràfic amb el desglossament).

De cara a enguany, esperem que la taxa d'estalvi reculi de nou, tot i que ho farà molt menys que el 2022: en termes nominals, el consum de les llars creixerà menys que el 2022, tant per la desacceleració de l'economia com per una inflació que, tot i que continuarà en nivells elevats, es moderarà de manera notable en relació amb el 8,4% del 2022. Per la seva banda, projectem que l'RBD creixerà a un ritme una mica superior al del 2022, unes dècimes per sota del creixement del consum nominal però donant mostres de resiliència: la fortalesa del mercat laboral serà la clau per contrarestar l'augment del pagament d'interessos per l'alça de tipus. Així, el 2023, la taxa d'estalvi es podria situar una mica per damunt del 6,0%.

Espanya: taxa d'estalvi de les llars
(% de la renda bruta disponible)

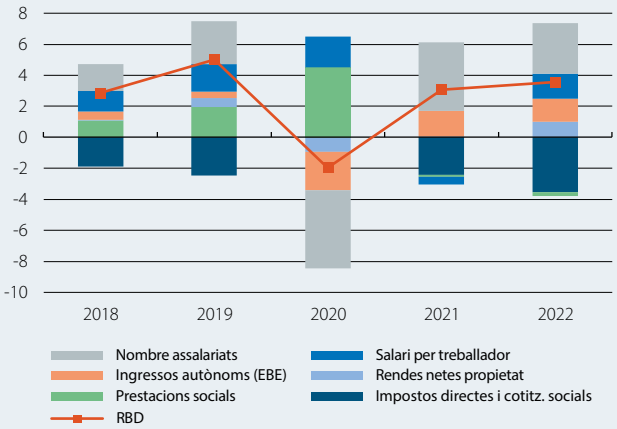
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i previsions pròpies.*

Espanya: consum i renda bruta disponible de les famílies
Variació interanual (%)



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

Espanya: renda disponible de les famílies
Variació anual (%) i contribucions (p. p.)



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

Es redueixen els actius financers de les famílies en percentatge del PIB

En línia amb el menor estalvi acumulat l'any passat, l'adquisició neta d'actius financers per part de les llars també es va reduir, fins als 44.982 milions d'euros, des dels 76.356 milions de l'any anterior. No obstant això, aquesta xifra va superar àmpliament els registres prepandèmics (mitjana de 18.655 milions el 2015-2019). Fonamentalment, les llars van adquirir actius augmentant els dipòsits bancaris (+46.448 milions, en relació amb els 18.898 milions de mitjana del 2015-2019).[1] En canvi, van desinvertir en assegurances i en fons de pensions (–7.836 milions) i en fons d'inversió (FI) i en participacions en capital (–3.730 milions).[2]

L'adquisició d'actius va ser neutralitzada per la seva intensa revaloració negativa (–45.447 milions d'euros), de manera que l'estoc d'actius financers bruts de les llars es va reduir lleugerament, en 1.281 milions d'euros, fins als 2,726 bilions.[3] Aquesta quantitat equival al 205,4% del PIB, molt per sota de la dada del 2021 (el 226% del PIB).

Pel que fa a l'estructura d'aquesta riquesa, continua dominada per les participacions en capital i en FI, el pes de les quals es va estabilitzar en el 44,7% del total. Per darrere, se situen els dipòsits bancaris, que guanyen protagonisme i augmenten el seu pes fins al 37,4%, 2 punts més que l'any anterior i el major percentatge des del 2013. En canvi, les assegurances i els fons de pensions redueixen el seu pes fins a mínims des del 1998 (el 12,2% del total, 2 punts menys que el 2021).

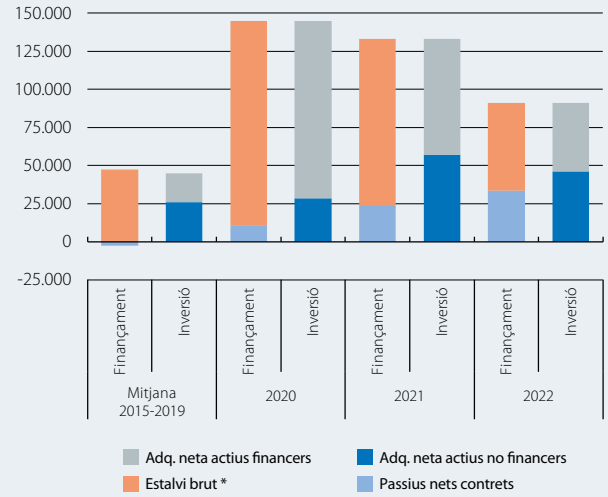
En relació amb la situació prepandèmica el 2019, la riquesa financera bruta de les llars ha augmentat en 281.300 milions d'euros, impulsada, en bona part, per l'elevat estalvi acumulat per les famílies durant la pandèmia.[4] Sembla una xifra elevada, però cal tenir en compte que ens trobem en un context inflacionista en què l'augment dels preus ha erosionat el valor dels actius en termes reals. En concret, la inflació acumulada entre el final del 2019 i el 2022 ha estat del 12,0%, per damunt del creixement de l'estoc d'actius financers (el +11,5%).

D'altra banda, les famílies es van continuar despalanquejant el 2022, i, al final de l'any, el deute de les llars es va

1. En menor mesura van adquirir altres actius, sobretot crèdits comercials i altres comptes pendents de cobrament (9.000 milions), i valors representatius de deute (3.602 milions). En aquest últim cas, aquesta adquisició es va veure compensada per la pèrdua de valor dels actius (–3.399 milions), derivada de l'increment dels tipus d'interès a llarg termini.
2. Les participacions en assegurances i en fons de pensions van patir, a més a més, una forta pèrdua de valor (–47.462 milions). En canvi, les participacions en capital i en FI es van revalorar en 5.133 milions.
3. Malgrat aquestes xifres, si comparem el 4T amb el 3T, l'estoc va augmentar en 74.000 milions, pel repunt de la taxa d'estalvi (la dada estanca desestacionalitzada va passar del 3,3% en el 3T al 9,1% en el 4T) i de les revaloracions (+47.750 milions).
4. Vegeu el Focus «Evolució dels actius financers de les famílies en termes nominals i reals a Espanya», a l'IM12/2022.

Espanya: operacions de finançament i inversió de les llars

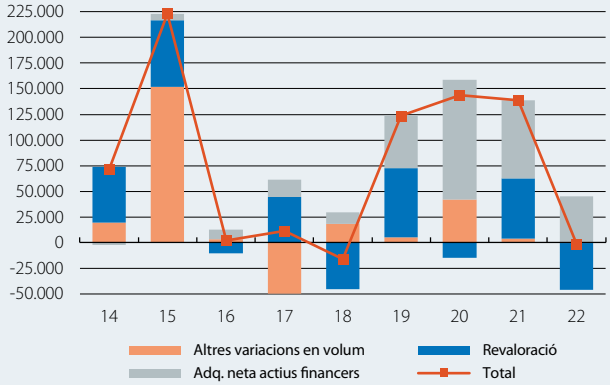
(Milions d'euros)



Nota: ** Inclou les transferències netes de capital.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Espanya: variació d'actius financers de les llars

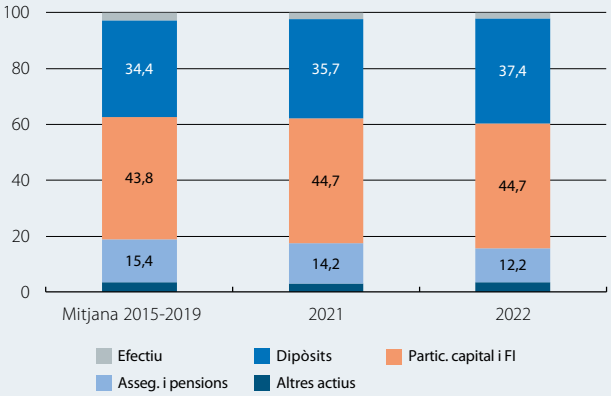
Variació anual (milions d'euros)



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

Espanya: estructura de la riquesa financera de les llars

(% sobre el total)



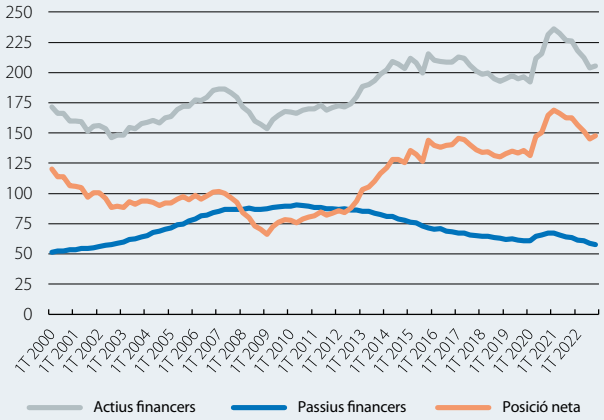
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

situar en el 53,0% del PIB. Es tracta d'un registre inferior al del 2021 (el 58,4%), influït per un efecte denominador, gràcies al creixement del PIB el 2022, i per la ràtio més baixa des del 2002. En el conjunt del 2022, les famílies van contractar préstecs bancaris per un import de 2.822 milions d'euros, un flux molt inferior al del 2021 (6.807 milions). A més a més, s'observa un canvi de tendència en la segona meitat del 2022, en línia amb les pujades de tipus: en el primer semestre, la contractació neta de préstecs va ascendir a 14.755 milions, mentre que, en el segon semestre, es va produir una amortització neta per valor d'11.900 milions.

A causa de la caiguda dels actius financers en percentatge del PIB el 2022, molt superior a la dels passius,[5] es va produir una contracció de la posició financera neta de les famílies, de 15 punts en relació amb el 2021, fins al 147,6% del PIB, una ràtio que, en tot cas, supera notablement la registrada el 2019 (el 135,5%).

Sergio Díaz i Javier Garcia-Arenas

Espanya: balanç financer de les llars
(% del PIB)



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

5. Els passius financers inclouen el saldo viu dels préstecs bancaris, els crèdits comercials i altres comptes pendents de pagament (interessos de préstecs reportats, impostos i cotitzacions pendents de pagament).

L'augment del preu dels aliments a Espanya: què es pot esperar?

L'augment dels preus dels aliments és més persistent del que s'esperava. En aquest article, analitzem els factors que expliquen aquest episodi inflacionista i la seva evolució a curt i a mitjà termini.

L'increment dels costos de producció

Un dels principals determinants de l'escalada dels preus dels aliments és el fort increment dels costos de producció al sector primari i a la indústria alimentària.[1] Segons les dades del Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació (MAPA), el preu dels consums intermedis del sector primari es va incrementar el 31,1% el 2022, a causa, principalment, de l'alça dels preus de l'energia (el 59,4%), dels fertilitzants (el 74,3%) i dels pinsos i de l'aliment per al bestiar (el 31,7%).

De tota manera, cal remarcar que, en els últims mesos, s'observa una tendència a la moderació. En concret, els indicadors de preus pagats pels agricultors apunten al fet que els costos de producció van tocar sostre a l'agost. Des d'aquest mes fins al gener (últim mes amb dades disponibles), s'observa una caiguda del 5,4%, gràcies al descens dels preus de l'energia (el –34,6%) i dels fertilitzants (el –4,5%). Així, l'evolució dels costos de producció va reduir la pressió sobre els preus de consum al sector, tot i que cal destacar que els costos de producció es mantenen en nivells molt elevats i que les caigudes recents no han neutralitzat l'enorme escalada de l'any passat.

Caiguda de la producció agrícola vinculada a la sequera

Un altre factor que empeny a l'alça els preus dels aliments és la important caiguda de les collites agrícoles a causa de la sequera. Segons les dades d'Eurostat per a Espanya, el rendiment (tones per hectàrea) de les collites va caure al voltant del 18% el 2022,[2] en línia amb la caiguda en el volum de precipitacions anuals, que, segons les dades d'AEMET, es van situar al voltant dels 537 litres/m^2, el 16% per sota de la mitjana històrica.

Aquesta menor producció agrícola també ha pressionat els preus a l'alça. Tal com es mostra a la taula, la caiguda de la producció a Espanya durant l'any 2022 va ser molt generalitzada. Només en el cas de la producció en vinyes (el +1,9%) i de patata (el –7,0%) es van evitar caigudes de dos dígits.

A més a més, sembla que les caigudes de producció persisteixen des de l'inici d'enguany, pel fet que no sembla que la sequera que es viu a Espanya arribi al seu final (el mes de

Espanya: volums de collita i preus agrícoles en origen

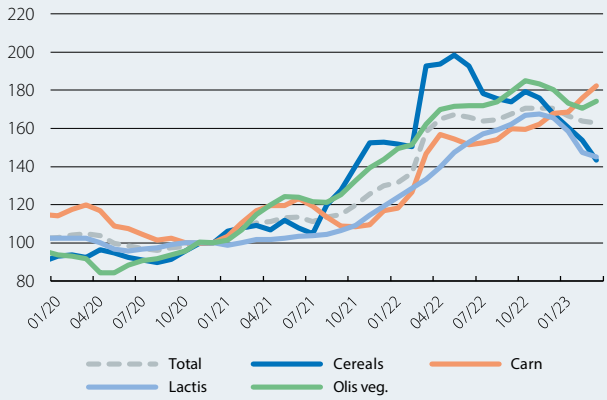
Variació anual 2022 (%)

	Collita	Preu
Cereals	–24,3	42,5
Lleguminoses	–18,7	31,0
Patata	–7,0	34,0
Cultius industrials	–11,5	31,1
Cultius per a alimentació de bestiar	–18,4	46,3
Hortalisses	–14,7	19,9
Cítrics	–11,0	–18,3
Fruiters	–23,8	4,0
Vinya	1,9	16,0
Olivar	–48,4	27,3

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

UE: preus d'origen de productes agrícoles i ramaders

Índex (100 = desembre 2020)



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

març va ser el més sec del segle XXI, i, a l'abril, el volum de pluges ha estat pírric). Per aquest motiu, és molt probable que l'escassetat de la producció continuï pressionant els preus dels aliments domèstics en els propers mesos.

Preus al mercat de la UE

En un context de menor oferta domèstica, guanya rellevància el funcionament d'altres països productors d'aliments a la UE.[3] En aquest cas, sembla que els preus d'una part dels productes agroalimentaris a la Unió han canviat de tendència i, de fet, presenten una caiguda en els últims mesos. Les caigudes de preu des de l'inici d'enguany (dades fins al març) són apreciables en els cereals (el –14,3%) i en els productes lactis (el –12,5%). També han trencat la tendència alcista els preus dels olis vegetals (cauen el 3,2% el 2023), tot i que es mantenen en nivells

1. Vegeu l'article «Determinants de la inflació espanyola el 2023: efectes indirectes i aliments», al Dossier de l'IM02/2023.
2. Dades estimades a partir de les xifres de producció i àrea de cultiu de cereals, lleguminoses, tubercles, fruiters i producció de vinyes. No hi ha dades disponibles per al 2022 d'olives ni de verdures fresques.
3. En aquest sentit, les importacions espanyoles de productes agroalimentaris no processats van créixer el 20,5% interanual en la segona meitat del 2022, mentre que les exportacions van caure el 8,6% interanual en el mateix període.

molt elevats. L'excepció la trobem en els preus de la carn, que, el 2022, van ser els que van mostrar un comportament menys extrem, però, en els últims mesos, han tornat a repuntar i, al març, acumulaven un augment proper al 80% en relació amb el desembre del 2020.

La transmissió de la inflació en la cadena de producció alimentària

Una de les claus per avançar la dinàmica dels preus dels aliments per als propers mesos és la transmissió dels preus d'origen als preus de consum, passant pels preus de producció de la indústria alimentària.

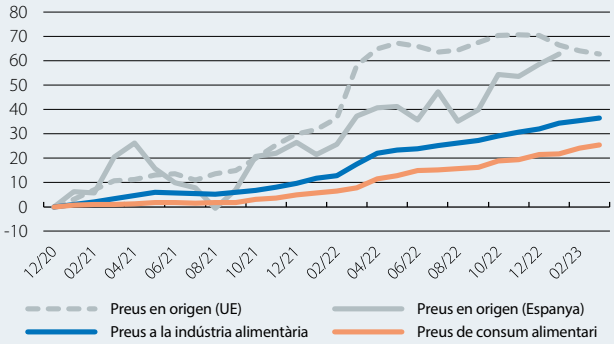
Tal com es mostra al tercer gràfic, l'increment acumulat des del tancament del 2020 dels preus en origen s'ha situat al voltant del 63% tant a la UE (dades fins al març) com a Espanya (dades fins al gener). En aquest sentit, la inèrcia alcista dels preus domèstics de la UE s'ha frenat, mentre que la d'Espanya, afectada per la sequera, encara no ho ha fet. La transmissió d'aquestes alces als preus de producció de la indústria alimentària i als preus de consum ha estat parcial. En concret, aquests preus acumulen un augment del 36% i del 26%, respectivament.

Malgrat que la transmissió de preus no ha de ser semblant entre l'origen i el consum, el fet d'observar diferències encara importants suggereix que encara podria quedar un cert marge de transmissió als preus finals.[4] En efectuar aquesta mateixa anàlisi separant per tipus de producte, les dades apunten que la transmissió entre preus d'origen i de consum té més recorregut per als productes carnis. D'altra banda, el recorregut per als cereals (i derivats), per als productes lactis i, sobretot, per als olis sembla més escàs.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

Evolució dels preus dels aliments per etapa productiva

Índex (0 = desembre 2020)



Nota: *Com a indicador dels preus en origen a Espanya, s'utilitzen els preus percebuts pels agricultors del MAPA i, per a la UE, els* farm-gate and wholesale market prices *del BCE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MAPA, de l'INE i del BCE.*

4. Una transmissió completa de l'augment de costos als preus de consum no implica que l'increment de preus d'origen repliqui sobre els preus de consum (transmissió 1:1), sinó que depèn del pes dels consums intermedis en la producció de cada empresa.

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	02/23	03/23	04/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	0,1	4,5	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	0,4	–5,2	–5,3	–4,2	–5,8	–3,2	–1,4
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	50,7	51,3	49,0
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	–	–0,9	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	29,0	33,7	23,0	17,3	–	10,2	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	56,7	59,4	57,9
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	1,2	0,2	1,8	6,4	4,1	9,5	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	–10,3	3,1	2,6	45,5	19,2	66,1	8,2
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–27,0	–32,6	–28,1	–23,0	–21,9	–24,4	–20,7
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	...	2,4	2,7	3,0
PIB	**5,5**	**5,5**	**7,7**	**4,8**	**2,9**	**3,8**	–	–	–

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	02/23	03/23	04/23
General	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	6,0	3,3	4,1
Subjacent	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,6	7,5	6,6

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	02/23	03/23	04/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	–	20,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	–	26,7	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**7,8**	**7,8**	**6,1**	**7,8**	**–**	**17,2**	...	...
Béns i serveis	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	–	28,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–10,9	–7,0	–8,3	–10,9	–	–11,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**19,7**	**19,5**	**18,0**	**19,7**	**–**	**30,0**	**...**	**...**

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	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	1,7	0,7	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,4	0,4	–1,7	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–25,4	–19,2	–7,4	7,3	4,4	17,3	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	15,6	6,6	–3,1	7,6	7,3	9,8	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**2,1**	**1,3**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	–1,0	–1,2	–1,1	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	–1,0	–1,4	–0,8	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	–1,2	–1,3	–1,7	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,5	–0,9	–0,1	–0,1	–0,2	–0,2	...
Administracions públiques	15,3	0,2	1,9	–3,5	–1,1	–0,2	0,9	–0,3	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–1,0**	**–1,0**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**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.*

Sorpresa positiva en el PIB portuguès del 1T

El PIB sorprèn de forma positiva en el 1T 2023 amb un fort avanç, de l'1,6% intertrimestral i del 2,5% interanual, impulsat pel fort dinamisme del sector exterior i, en especial, del turisme. D'aquesta manera, el PIB supera en un 4,3% el nivell prepandèmia i fa inevitable una revisió a l'alça de la nostra previsió actual de creixement per al 2023 (l'1%), que presentarem en la pròxima edició de l'*Informe Mensual*. Fins i tot si l'economia s'estanqués en els tres propers trimestres, el creixement en el conjunt del 2023 superaria el 2,1%. A més a més, les dades més recents continuen sent positives.

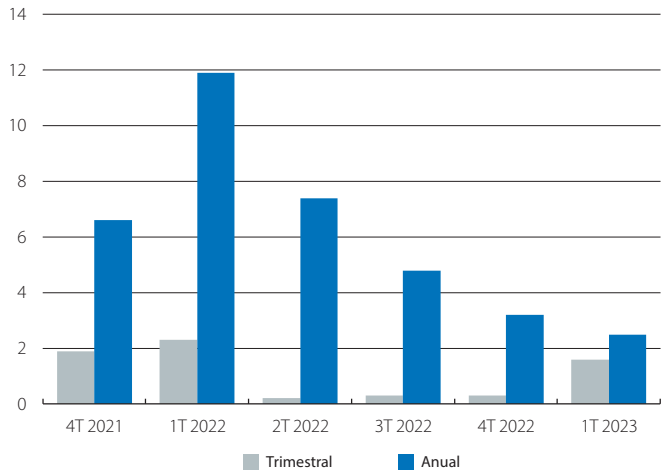
La inflació es modera a l'abril. La dada d'avanç de l'INE va mostrar una forta desacceleració de la inflació fins al 5,7% (el 7,4% al març). De nou, els productes energètics, amb una taxa interanual del –12,7%, expliquen més del 60% del descens de l'IPC. La taxa subjacent també es va suavitzar, però més lleugerament, fins al 6,6%. En els propers mesos, es mantindrà aquesta dinàmica, a causa dels efectes base en el component energètic en comparar les dades amb mesos de l'any passat de forts augments de preus.

La població ocupada ha tornat a assolir un nou màxim històric. En termes desestacionalitzats, es va incrementar fins a 4.911.800 persones al març, amb un creixement interanual del 0,4% (+21.800 persones). Al mateix temps, el nombre d'aturats va recular per segon mes consecutiu, fins a les 362.500 persones, i la taxa d'atur es va situar en el 6,9%.

Excel·lent comportament del turisme en el 1T 2023. Al març, es va arribar als 2,1 milions de visitants i als 5,1 milions de pernoctacions, de manera que, en el conjunt del 1T 2023, les pernoctacions s'han situat el 14,1% per damunt de les del mateix període del 2019. A l'abril, les dades de ForwardKeys assenyalen que Portugal és un dels països amb més creixement en relació amb el 2019 en capacitat aèria instal·lada (vols intra-Europa). Si a això afegim altres factors extraordinaris (les jornades mundials de la joventut i el creixement del turisme amb origen als EUA), el 2023 podria marcar rècords, tant en termes de visitants com d'ingressos.

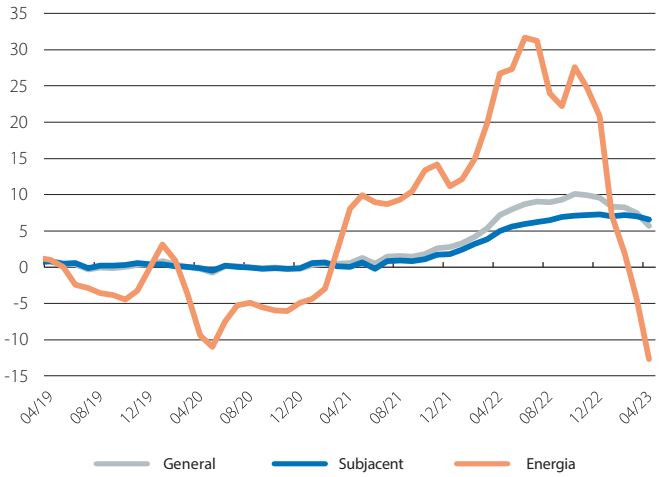
El Govern ha presentat la seva estratègia de consolidació fiscal per als propers anys. Després de la sorpresa positiva del 2022 (dèficit del 0,4% del PIB, en relació amb l'1,9% previst inicialment), el Programa d'Estabilitat 2023-2027 ha retallat per al 2023 del 0,9% del PIB al 0,4% el dèficit previst, el qual es continuaria reduint en els propers anys i assoliria un lleuger superàvit el 2027. Així mateix, el deute públic continuarà reculant fins a situar-se per sota del 100% del PIB el 2025. Ara com ara, l'execució pressupostària continua sent força favorable: en el 1T, es va registrar un superàvit del 3,0% del PIB, amb un creixement dels ingressos molt superior al de la despesa (el 7,4% interanual *vs.* el 2,4%). En conseqüència, és probable que la nostra previsió de saldo pressupostari per al 2023 (actualment en el –0,9% del PIB) sigui massa cautelosa.

Portugal: PIB
Variació (%)



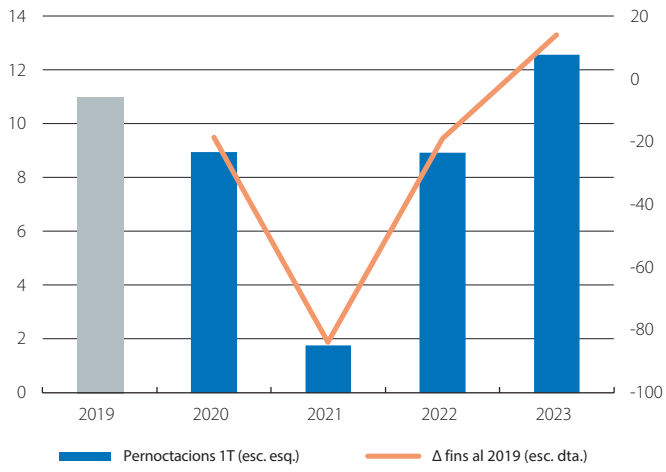
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC
Variació interanual (%)



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

Turisme: pernoctacions en 1T
(Milions) *(%)*



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Índex coincident d'activitat	3,4	6,0	6,7	5,4	4,7	5,0	5,0	5,3	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	–0,3	...	1,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–2,3	–4,7	–6,6	–4,9	–5,0	–3,5	–3,4
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	5,6	2,9	–4,0	12,7	...	2,1	...	...
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	12,9	12,5	11,4	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	137,9	116,9	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,0	21,1	17,9	8,1	9,9	10,2	13,3	17,6
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,3	0,6	...
Indicador coincident del consum privat	5,0	4,4	5,2	3,2	2,3	3,1	3,1	3,9	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–30,5	–31,8	–37,0	–35,1	–35,0	–33,4	–31,7
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	...	0,4	0,5	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	...	6,9	6,9	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**2,5**	**–**	**–**	**–**

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	02/23	03/23	04/23
General	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,0	8,2	7,4	5,7
Subjacent	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,0	6,6

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	02/23	03/23	04/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	...	21,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	...	26,3	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–3,2**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**...**	**–2,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,9	–6,4	–5,3	–4,9	...	–4,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	...	1,6	...	...
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	02/23	03/23	04/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	...	2,9	0,5	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	...	1,9	–3,1	...
A termini i preavís	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	...	4,3	5,4	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	8,5	–0,1	12,4	...	2,8	11,1	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**...**	**2,9**	**0,8**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,3	2,5	1,9	1,3	...	0,6	0,0	...
Empreses no financeres	2,2	–1,0	0,7	–0,5	–1,0	...	–1,6	–2,1	...
Llars - habitatges	3,3	2,7	3,8	3,3	2,7	...	2,1	1,5	...
Llars - altres finalitats	3,1	2,9	3,3	3,2	2,9	...	1,3	0,0	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–1,3	–1,5	–2,7	...	–4,3	–2,0	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**...**	**0,4**	**–0,1**	**...**
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.*

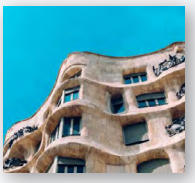
Coneix les nostres publicacions:

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.



Fitxes Comunitats Autònomes

Síntesi de la situació i les perspectives econòmiques de les comunitats autònomes d'Espanya, a través del seguiment de diferents indicadors i de dades internes de consum.

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.

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:

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

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

© CaixaBank, S.A., 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