IM09

INFORME MENSUAL
NÚMERO 481 | SETEMBRE 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
La importància dels lloguers en la inflació dels EUA

ECONOMIA INTERNACIONAL
Inflació europea: unida en la diversitat

El Regne del Mig i els seus veïns (part I): una perspectiva geoeconòmica

El Regne del Mig i els seus veïns (part II): dos casos d'estudi

ECONOMIA ESPANYOLA

El repunt de l'estalvi i el dinamisme de la renda bruta disponible de les llars espanyoles: què està passant?

A Espanya, es prolonga el despalanquejament de les llars i de les empreses

Noves perspectives per al sector turístic espanyol: fortalesa i moderació

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Setembre 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 setembre de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *La importància dels lloguers en la inflació dels EUA*
Ricard Murillo Gili

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Inflació europea: unida en la diversitat*

16 *El Regne del Mig i els seus veïns (part I): una perspectiva geoeconòmica*
Luís Pinheiro de Matos

18 *El Regne del Mig i els seus veïns (part II): dos casos d'estudi*
Luís Pinheiro de Matos

22 ECONOMIA ESPANYOLA

24 *El repunt de l'estalvi i el dinamisme de la renda bruta disponible de les llars espanyoles: què està passant?*
Javier Garcia-Arenas

26 *A Espanya, es prolonga el despalanquejament de les llars i de les empreses*
Sergio Díaz Valverde

29 *Noves perspectives per al sector turístic espanyol: fortalesa i moderació*
David Cesar Heymann i Javier Ibáñez de Aldecoa

32 ECONOMIA PORTUGUESA

33 *Sector immobiliari portuguès: desacceleració* ma non troppo
Tiago Belejo Correia

Reptes i desafiaments per al nou curs econòmic

L'inici del nou curs econòmic ve marcat per la sensació que podem estar afrontant un punt d'inflexió en el comportament de l'economia. La informació coneguda en les últimes setmanes ha certificat una evolució de l'activitat mundial en la primera part de l'any molt millor del que s'esperava fa uns trimestres, amb un creixement anualitzat pròxim al 3% fins al mes de juny, noves millores en el procés desinflacionista i el manteniment d'una elevada fortalesa als mercats de treball. A més a més, la notícia positiva ha estat una època estival de relativa tranquil·litat, malgrat l'obertura de nous pols d'inestabilitat geopolítica (Sahel, etc.) i la sensació que la Xina tindrà problemes importants per superar el parany de la renda mitjana, la qual cosa tindrà importants conseqüències a mitjà termini per al creixement mundial i per a la reordenació de les cadenes de valor i dels fluxos comercials.

Però aigua passada no mou molí, i aquesta finestra d'esperança que va representar el comportament del cicle econòmic a l'inici de l'any ja s'està ennuvolant, en coincidir la dilució dels vents a favor (efectes base positius de l'energia, reobertura de grans economies com la Xina, normalització dels colls d'ampolla o excés d'estalvi després de la pandèmia) amb els efectes restrictius sobre la demanda dels enduriments monetaris acumulats des de fa un any i mig, amb la pujada del preu del petroli de més del 20% en els dos últims mesos, amb l'intens empitjorament de les expectatives empresarials –en especial al sector industrial– o amb les dificultats de la Xina i d'Alemanya per acabar de carburar en aquest nou món post-COVID. Per tant, amb la demanda interna en clar procés d'afebliment i sense poder esperar molta aportació de la demanda externa, atesos els febles senyals procedents dels intercanvis comercials globals, ens dirigim a una nova fase de creixement, amb l'activitat global afeblint-se. Tot i que ho farà de manera desigual, amb més intensitat a Europa que als EUA, com ho estaria reflectint l'apreciació recent del dòlar. Si aquesta ensopegada del creixement temporal permet assolir un nou punt d'equilibri que afavoreixi avançar en el procés de reducció de la inflació, els bancs centrals podrien abaixar el diapasó després de mesos d'haver intentat recuperar el temps perdut. La traducció de tot plegat seria un creixement mundial el 2024 inferior en unes 3-4 dècimes al d'enguany, tot i que amb un perfil diferent, perquè aniríem de menys a més, al contrari que en l'exercici en curs.

El problema és que aquest sempre desitjat *soft landing*, en especial quan es tracta de controlar un procés inflacionista, és una situació d'equilibri inestable davant qualsevol nou xoc negatiu. Per tant, no podem descartar ensurts pel camí, abans de formar una bona base de partida per al creixement de la segona meitat del 2024, moment en què els bancs centrals podrien començar a relaxar el to de la política monetària. Pel costat de l'oferta, tampoc no sembla que haguem de tenir notícies especialment positives a curt termini, si s'ha de jutjar pel funcionament dels preus de l'energia d'aquest estiu o per la situació de la Xina o d'Alemanya, principals termòmetres per testar la situació d'una indústria en plena adaptació als canvis en els patrons de la demanda i als reequilibris geopolítics. És cert que el descens de la inflació donarà un respir a la capacitat de compra de les famílies a bona part de l'OCDE, però, en tot cas, només serà un factor mitigador de l'afebliment de l'activitat que cal esperar en els propers mesos.

En definitiva, afrontarem uns trimestres de desacceleració de l'activitat que haurien de contribuir a la consolidació de les mesures tendencials de la inflació en la zona del 3%-3,5%. Aquest període amb un creixement molt feble, pròxim a l'estancament, i amb una inflació movent-se encara en una zona incòmoda per als bancs centrals constituirà un desafiament per a la coordinació de la política econòmica, sobretot tenint en compte la necessitat d'una nova estratègia fiscal a Europa, els costos que continuarà comportant el conflicte bèl·lic i l'exigent calendari electoral a les dues bandes de l'Atlàntic. Per tant, afrontem un nou curs en què l'economia mundial haurà d'abordar una superposició de desafiaments conjunturals i estructurals, situació gens diferent a la dels últims anys.

José Ramón Díez
Setembre 2023

Cronologia

AGOST 2023

14 Les Nacions Unides assenyalen el mes de juliol del 2023 com el més calorós des que es tenen registres (174 anys).

JUNY 2023

13 El PBoC de la Xina abaixa tipus en 10 p. b.
15 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,50% i el *refi* en el 4,00%.

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.

JULIOL 2023

26 La Fed apuja tipus en 25 p. b. i situa l'interval objectiu en el 5,25%-5,50%.
27 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,75% i el *refi* en el 4,25%.

MAIG 2023

3 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 5,00%-5,25%.
4 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,25% i el *refi* en el 3,75%.
5 L'OMS declara el final de l'emergència sanitària mundial per la COVID-19.

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%.

Agenda

SETEMBRE 2023

1 Portugal: crèdit de nova concessió (juliol).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
8 Portugal: ràting S&P.
14 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
15 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (2T).
Espanya: ràting S&P.
19-20 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
21 Portugal: preus de l'habitatge (2T).
22 Espanya: desglossament del PIB (2T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (2T).
Portugal: desglossament del PIB (2T).
25 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
28 Espanya: avanç de l'IPC (setembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (setembre).
29 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (2T).
Portugal: avanç de l'IPC (setembre).
Portugal: activitat turística (agost).
Portugal: ràting Fitch.
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (setembre).

OCTUBRE 2023

3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
Portugal: producció industrial (agost).
10 Espanya: comptes financers (2T).
17 Xina: PIB (3T).
19 Portugal: preus de la producció industrial (setembre).
23 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (agost).
26 Espanya: enquesta de població activa (3T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
26-27 Consell Europeu.
27 Espanya: avanç del PIB (3T).
30 Espanya: avanç de l'IPC (octubre).
Portugal: indicador de confiança d'empreses i consumidors (octubre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (octubre).
31 Portugal: avanç del PIB (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (octubre).
Zona de l'euro: PIB (3T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (octubre).
31-1 Comitè de Mercat Obert de la Fed.

L'economia espanyola postpandèmia

L'economia espanyola actual és ben diferent de la del final del 2019, abans que esclatés la pandèmia. Passats tres anys i mig, el PIB ha recuperat el nivell que tenia llavors. Les últimes estimacions de l'INE apunten al fet que el va superar en el 2T 2023 i que es va situar un 0,4% per damunt. Però la recuperació no s'ha produït a l'uníson. Algunes dimensions es van recuperar amb més rapidesa i ara es troben en una posició clarament millor. En canvi, unes altres van més endarrerides. Avui l'economia espanyola és més competitiva i està més internacionalitzada, i la desigualtat salarial entre ciutadans és menor. No obstant això, el conjunt dels espanyols encara no ha recuperat el nivell de consum anterior a la pandèmia i la inversió ha tingut una evolució més aviat pobra.

L'excel·lent situació de les exportacions de béns i de serveis destaca clarament en positiu. Les xifres parlen per si soles. Malgrat que, en el 2T, arran del difícil context internacional, van recular amb força, encara es troben un 8,2% per damunt dels nivells previs a la pandèmia. El bon comportament del sector exterior ve de lluny. Arrenca després de la crisi financera global del 2008 i es consolida durant la recuperació posterior. Però la resistència que ha exhibit durant la pandèmia, primer, quan es va enfonsar el turisme, un dels principals sectors exportadors, i després, la crisi energètica, ha sorprès tothom.

Tot plegat es basa, en gran part, en els guanys continuats de competitivitat internacional que es reflecteixen, per exemple, en l'augment de la quota exportadora en relació amb competidors directes com França, Alemanya i Itàlia. Aquestes xifres encara podrien ser millors si augmentés la inversió en R+D+I o si s'eliminessin les traves que limiten el creixement de les empreses més productives. Malgrat la millora dels últims anys, hi ha camí per recórrer.

Al costat oposat, es troben la inversió i el consum de les llars, que se situen encara per sota dels nivells previs a la pandèmia. En el cas de la inversió, la trajectòria dels últims anys no convida a l'optimisme. De la seva evolució depèn, en gran part, la capacitat de creixement de l'economia a mitjà i a llarg termini. Però, en moments com l'actual, quan el canvi tecnològic i el canvi climàtic fan necessari impulsar una profunda transformació de l'economia, la seva feble evolució encara crida més l'atenció. Malgrat que és cert que, en el 2T 2023, la inversió va avançar de manera notable, en concret un 4,6% en relació amb el 1T 2023, encara es troba un 0,8% per sota del nivell previ a la pandèmia, i la inversió en equipament, un 3,5%. Aquestes xifres contrasten amb les dels EUA, on la inversió se situa ja un 3,5% per damunt, o amb les de França, amb un registre un 4,5% superior al del 2019. En canvi, a Alemanya, on el sector industrial s'ha vist molt afectat per la crisi energètica i del sector de l'automòbil, la inversió també s'ha mantingut feble i se situa un 2,0% per sota.

Pel que fa al consum, es troba un 3,4% per sota del final del 2019. La pèrdua de poder adquisitiu que va provocar el fort repunt de la inflació el 2022 va frenar en sec la seva capacitat de recuperació, i, de fet, va recular més d'un 3% entre el final del 2022 i el començament del 2023. En els últims mesos, la inflació s'ha tornat a situar per sota del ritme de creixement dels salaris i ha permès una certa recuperació del poder de compra dels treballadors, i, en el 2T, el consum va reprendre les taxes de creixement positives, amb un avanç de l'1,6% intertrimestral. De tota manera, la pèrdua de poder adquisitiu acumulada en els últims anys continua sent molt notable. Des del final del 2019, l'índex de preus al consum ha augmentat una mica més d'un 15%, i el dels aliments, un 27%, mentre que els ingressos salarials han crescut un 8,1%, segons l'indicador salarial en temps real de CaixaBank Research. En els propers anys, l'augment dels salaris es mantindrà, probablement, una mica per damunt de la inflació, la qual cosa hauria de permetre recuperar el poder adquisitiu sense erosionar els guanys de competitivitat.

Malgrat aquest context difícil, destaca en positiu la notable reducció de la desigualtat salarial que ha tingut lloc en els últims anys. Segons l'indicador en temps real de CaixaBank Research, l'índex de Gini, que mesura la desigualtat entre els ingressos salarials, es trobava, al juliol, més de 2 punts per sota del nivell del 2019. A més a més, la millora és generalitzada, tant entre territoris com per edats, sexe i origen. Sense cap mena de dubte, la bona evolució del mercat de treball dels últims trimestres ha tingut un paper clau en la disminució de la desigualtat. Però la desacceleració que ha patit recentment, amb un ritme de creixement trimestral dels afiliats que ha passat de l'1,4% en el 2T al 0,1% en el que portem del 3T, s'haurà de seguir de prop en els propers mesos, entre altres coses, per comprovar quins efectes té sobre la desigualtat.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
Líbor 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,80	4,00
Líbor 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	5,60	3,40
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,20	2,80
Deute públic 10 anys	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,60	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	4,00	3,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,50	4,00
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,91	3,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,87	3,21
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,82	2,94
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,95	3,00
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	4,08	3,06
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,30	2,50
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	–0,57	–0,31	2,13	2,80	2,60
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,15	2,82
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,23	2,99
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,90	3,60
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	3,32	3,07
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,33	3,20
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,70	3,60
Prima de risc	19	314	60	65	97	90	100
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,87	0,89
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	79,5	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	71,2	68,8

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	–2,8	6,3	3,4	2,8	3,0
Països desenvolupats	*2,7*	*1,4*	*–4,2*	*5,4*	*2,7*	*1,2*	*1,2*
Estats Units	2,7	1,7	–2,8	5,9	2,1	1,7	0,5
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,2	5,3	3,5	0,7	1,0
Alemanya	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	–0,3	0,7
França	2,2	1,0	–7,7	6,4	2,5	0,6	0,8
Itàlia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	1,1	0,8
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	2,6	1,8
Espanya	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	2,3	1,7
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	4,1	0,4	0,6
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,9*	*–1,8*	*6,9*	*4,0*	*4,0*	*4,3*
Xina	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,7	4,9
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	1,9
Rússia	7,2	1,3	–2,7	5,6	–2,1	–0,5	1,3
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polònia	4,2	3,7	–2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,7	6,6	4,8
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,4*
Estats Units	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,0	2,1
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	5,8	2,9
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,9	2,5
Itàlia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	6,3	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,7	2,6
Espanya	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,4	3,4
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	7,3	3,3
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,2*	*5,9*	*9,8*	*8,1*	*6,4*
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,9	2,0
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	5,3	4,5
Mèxic	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	6,7	5,2
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polònia	3,5	2,0	3,7	5,2	14,3	11,7	6,7

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	0,5	2,0
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,7	1,9	1,3
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,6	3,3	3,5
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	4,0	–0,7	4,8
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,7	5,9	2,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	–0,2	–6,4	4,5	3,2	1,3	2,0
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,4	3,1	0,3
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,9	0,9	1,4
Producte interior brut	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**5,5**	**2,3**	**1,7**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	1,6	1,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,3	11,8
Índex de preus de consum	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,4	3,4
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	2,6	3,0
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,6	1,0	0,7
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	–10,1	–6,9	–4,8	–4,3	–3,5

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

Previsions

El mal agost a les borses internacionals fa que el retorn de les vacances sigui agre

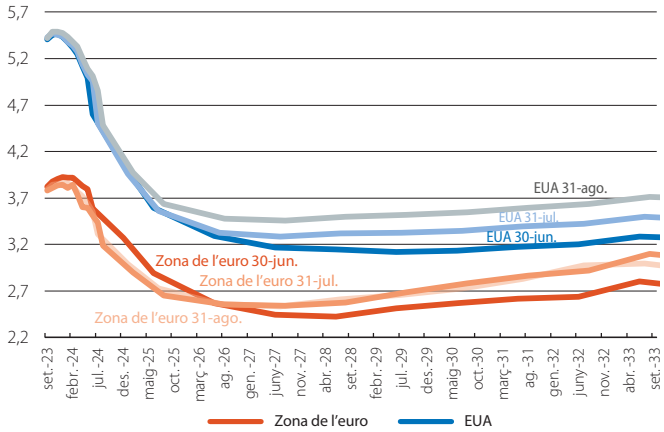
Els inversors tornen a esperar uns tipus elevats durant més temps. Un dels principals focus d'atenció de l'estiu ha estat la resiliència que continua mostrant el cicle nord-americà a les pujades de tipus d'interès de l'últim any i mig. Aquesta fortalesa ha impulsat de nou la narrativa que l'economia pot escometre un aterratge suau i que els tipus d'interès es mantindran en nivells elevats durant més temps. De retruc, les expectatives dels tipus a llarg termini van repuntar amb força, i, correlativament, també va fer-ho el deute sobirà. L'altre gran focus d'atenció ha estat la situació de l'economia xinesa, la qual cosa, unida al repunt de tipus, ha llastat l'ànim inversor durant una gran part del mes d'agost, quan, entre l'escàs volum habitual de negociació, les principals borses mundials van experimentar caigudes. A aquest costat de l'Atlàntic, la feblesa de l'economia de la zona de l'euro, en contrast amb la nord-americana, ha frenat l'alça en la rendibilitat de les referències sobiranes europees en els dos últims mesos.

La Fed i el BCE van deixar les opcions obertes davant la pausa estival. Els dos bancs centrals van apujar tipus al juliol, en 25 p. b., fins al rang del 5,25%-5,50% la Fed i fins al 3,75%-4,25% el BCE (tipus *depo* i *refi*, respectivament), i van emfatitzar el seu compromís amb el control de la inflació. No obstant això, van deixar les opcions obertes per avaluar les dades econòmiques que s'anessin coneixent durant les nombroses setmanes anteriors a la següent reunió. Pel que fa a la resta de països desenvolupats, el Banc del Canadà també va apujar tipus al juliol en 25 p. b., igual que el Banc d'Anglaterra a l'agost; només Austràlia i Nova Zelanda no van prolongar les pujades recents. D'altra banda, el Banc del Japó va fer un petit pas cap al relaxament de la política de control de la corba de tipus, sense modificar els objectius (tipus oficial en el –0,1% i un tipus sobirà a 10 anys que fluctuï, idealment, 50 p. b. al voltant del 0%), però flexibilitzant-ne la implementació (serà més tolerant amb les fluctuacions del tipus sobirà i deixarà que pugui arribar a l'1,0%). Aquest primer pas de normalització monetària ha augmentat les expectatives dels inversors d'un enduriment gradual en la política monetària nipona arran de la resiliència de l'economia, de la persistència de la inflació i de la feblesa del ien en els últims mesos.

Les dades macroeconòmiques van dirigir els tipus sobirans. Als EUA, la rendibilitat del bo sobirà a 10 anys va experimentar un fort repunt des de mitjan juliol, prolongat per la rebaixa del ràting al deute nord-americà per part de Fitch al començament d'agost (d'AAA a AA+, pel deteriorament dels comptes fiscals), fins a assolir, cap a la meitat del mes, màxims de l'any en el 4,34% i un fort increment del pendent 10-2 anys de més de 40 p. b. Ja cap al final del mes, i malgrat les declaracions moderadament *hawkish* de Powell a Jackson Hole, els tipus nord-americans van flexionar (en particular la referència a 2 anys, que va tancar l'agost gairebé plana en relació amb el final de juny) arran d'unes dades macroeconòmiques encara bones però una mica per sota del que s'esperava. A la zona de l'euro, la rendibilitat dels bons sobirans a curt termini va experimentar un descens gradual, amb la referència alemanya a 2 anys cedint més de 20 p. b. des del juny. També a Europa, la perspectiva que els tipus d'interès del BCE s'estiguin apropant al seu pic va mantenir plans

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

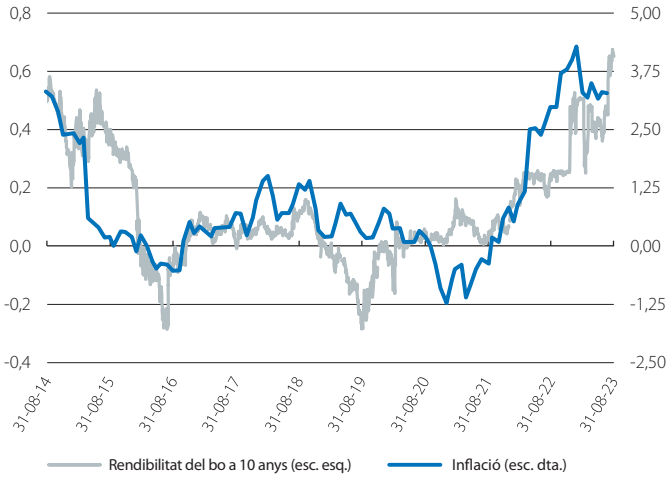
(%)



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

Japó: tipus sobirans i inflació

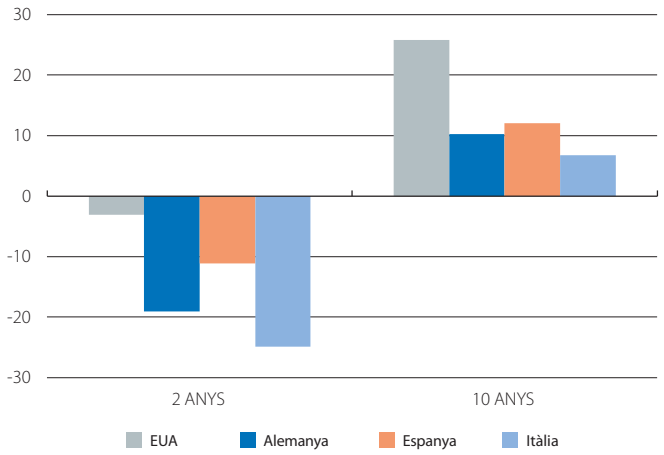
(%) *(%)*



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

*Evolució del deute sobirà per país i per termini **

(p. b.)



Nota: ** Des del 30 de juny.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

els tipus interbancaris, amb l'euríbor a 12 mesos estable al voltant del 4,1% des del juny després del seu ascens imparable des de l'inici del 2022.

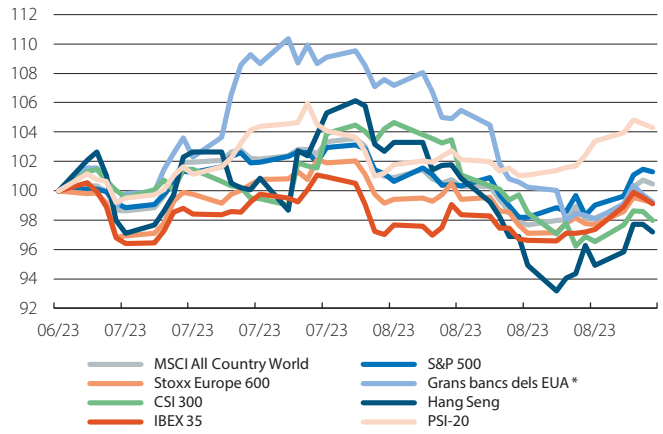
Les borses internacionals pateixen un mal mes d'agost. Si al juliol les principals borses internacionals van registrar pujades generalitzades, la tendència es va revertir a l'agost, quan l'índex MSCI All Country World va registrar una caiguda del 3,0% en el mes. Aquest funcionament s'explica, d'una banda, per la feblesa de l'S&P500, que, després d'assolir màxims de 12 mesos i encadenar, al final de juliol, cinc mesos consecutius de pujades, va acabar l'agost amb cessions de l'1,8%, arrossegat pel mal comportament de grans companyies com Apple o Tesla i de les entitats financeres més grans. De l'altra, les accions xineses també van experimentar pèrdues a l'agost, penalitzades per les dificultats del sector immobiliari (Country Garden, un dels majors promotors xinesos, va incomplir un pagament de cupons del deute emès) i per uns inversors escèptics davant els estímuls públics anunciats al juliol, quan les autoritats van prometre apuntalar els problemes de liquiditat del sector immobiliari i impulsar la confiança del consumidor. L'índex CSI 300 de Shanghai i el Hang Seng de Hong Kong tanquen el mes amb caigudes del 6,2% i del 8,5%, respectivament. També a Europa, els índexs han registrat caigudes, sobretot després de constatar-se, en les últimes setmanes del mes, la feblesa del cicle. En aquest sentit, el funcionament dels índexs ibèrics ha estat més positiu que el dels seus homòlegs.

Moviment d'anada i tornada per al dòlar. Les expectatives inversores del començament de juliol per a la Fed, que descomptaven una pujada de tipus addicional i fortes baixades el 2024, van llastar amb força el dòlar en les dues primeres setmanes de juliol, quan la divisa verda va arribar a depreciar-se el 3,1% globalment segons l'índex DXY (el –3,0% també enfront de l'euro). No obstant això, de llavors ençà, la narrativa de tipus més alts durant més temps ha comportat una apreciació gradual del dòlar, paral·lela a la dels tipus a llarg termini, que va permetre que la divisa nord-americana no perdés peu durant l'estiu i tanqués l'agost en nivells lleugerament per damunt dels del juny, tant globalment (el +0,7% l'índex DXY) com enfront de l'euro (el +0,6%). Pel que fa a la resta de divises mundials, destaca la feblesa exhibida a l'agost pel ien, que va patir una depreciació mensual del 2,2% enfront del dòlar.

Fort vaivé dels preus energètics. Després del fort repunt al juny del preu de la referència europea de gas natural, el TTF holandès, a mesura que arribava la calor i sorgien pressions en l'oferta, al juliol, la bona marxa d'ompliment de dipòsits a la UE va calmar els inversors i va propiciar caigudes en el preu del 23%. No obstant això, a l'agost, es va revertir aquesta tendència amb la mateixa intensitat, en sorgir nous riscos per a l'oferta (en concret, l'amenaça de vaga en un important productor australià) de cara a la tardor, quan coincidiria amb la baixada de les temperatures. Així i tot, al final d'agost, el TTF es trobava al voltant dels 35 euros amb què havia acabat el mes de juny. Quant al petroli, el preu del barril de Brent va experimentar una forta pujada de més del 14% al juliol, motivada pels anuncis de retallades en la producció i en les exportacions de l'Aràbia Saudita i de Rússia, i es va mostrar volàtil a l'agost pels dubtes sobre la demanda xinesa. A l'agost, aquests dubtes també han llastat els metalls industrials, que van revertir la majoria dels guanys registrats al juliol. D'altra banda, malgrat la retirada de Rússia de l'acord de l'ONU per a l'exportació de gra ucraïnès a través de la Mar Negra, tant el preu del blat com el del blat de moro registren, des del juny, caigudes pròximes al 17% i al 10%, respectivament.

Evolució dels principals índexs borsaris internacionals

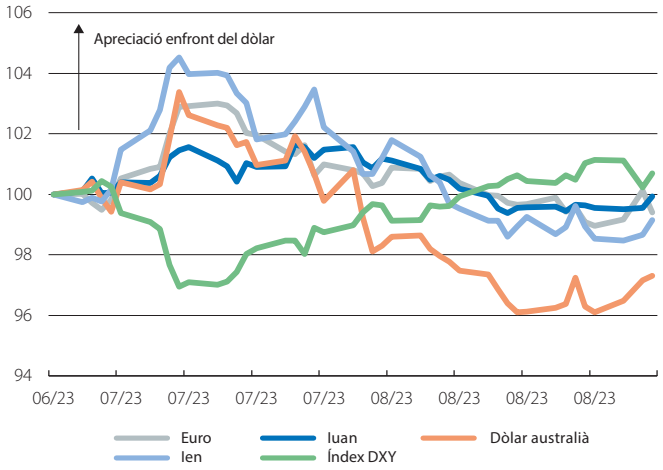
Índex (100 = 30 de juny del 2023)



Nota: ** BlueStar Top10 US Banks Index (BUBNK).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises: evolució enfront del dòlar

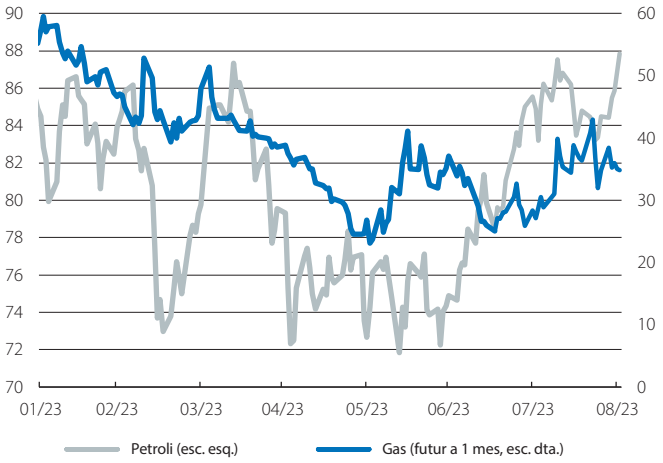
Índex (100 = 30 de juny del 2023)



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

Preus del gas natural i del petroli

(Dòlar/barril) *(Euro/MWh)*



Nota: *Petroli Brent i gas natural TTF.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

La importància dels lloguers en la inflació dels EUA

La inflació està reculant a la majoria d'economies avançades, malgrat que els índexs subjacents ho fan a un ritme menor. La gradualitat amb què s'acostaran al 2% serà clau per determinar la política monetària dels principals bancs centrals. En el cas dels EUA, i de la Reserva Federal, una part important dependrà del component vinculat, fonamentalment, als costos de l'habitatge *(shelter)*, que pesa el 34% a la cistella de consum de l'IPC (el 43% si excloem els aliments i l'energia).

Què inclou el *shelter* i com ha evolucionat des de la pandèmia?

Shelter es podria traduir com refugi o recer i, en el cas de l'IPC dels EUA, inclou les despeses pròpies de l'habitatge. Està format per quatre subcomponents: lloguer de la primera residència, lloguers imputats per a propietaris del seu habitatge, allotjaments fora del primer habitatge i algunes assegurances, amb uns pesos del 22%, del 75%, del 3% i de l'1%, respectivament. El gros del *shelter*, doncs, es concentra en els lloguers, tant de persones arrendatàries com l'imputable a propietaris, i les dues variacions de preus s'obtenen mitjançant l'enquesta que es realitza a arrendataris i les respostes que ofereixen sobre el preu dels seus lloguers.[1] Així, el *shelter* reflecteix, sobretot, les dinàmiques del mercat de lloguer, el qual, en els últims anys, ha estat força tensionat. Com es pot veure al primer gràfic, la inflació del *shelter* va començar a repuntar amb força durant la segona meitat del 2021 i va assolir el pic entre el final del 2022 i el començament del 2023. Des del març, però, aquesta dinàmica d'augments bruscos de preus s'ha moderat, tot i que continua llançant unes variacions interanuals molt allunyades de l'objectiu de la Reserva Federal.

D'ara endavant, podem esperar una major desacceleració del preu dels lloguers

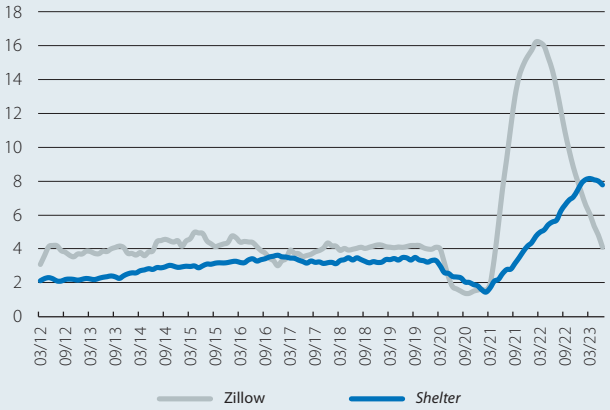
Des de fa diversos mesos, venim comunicant que els indicadors avançats del mercat de lloguers apunten al fet que aquesta moderació del component *shelter* s'hauria d'ampliar i, fins i tot, d'accentuar en els següents mesos i, atès l'elevat pes del *shelter* a la cistella de l'IPC, hauria d'arrossegar a la baixa el conjunt de la inflació. Aquests indicadors als quals fem referència són índexs com el de Zillow, que mostra l'evolució dels preus dels nous lloguers (és a dir, com el preu del lloguer d'un mateix habitatge varia en canviar els arrendataris). El Zillow és indicatiu de la direcció que seguirà el component *shelter* en l'IPC, però la seva

1. L'adquisició d'un habitatge es considera una inversió i no un consum, de manera que el preu de compra no entra a l'IPC. No obstant això, les llars que resideixen en un habitatge en propietat tenen un element de consum equivalent al de les llars que resideixen en un habitatge llogat. Per aquest motiu, als propietaris de la seva primera residència se'ls imputa un cost equivalent al que tindrien si visquessin en el seu habitatge però llogat.

EUA: inflació del component shelter *de l'IPC*
(%)

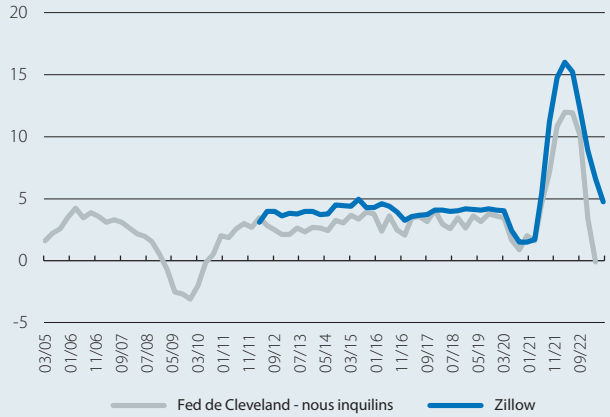
Nota: ** Mitjana de tres mesos de la inflació intermensual desestacionalitzada anualitzada.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.*

EUA: preu dels lloguers a Zillow i shelter
Variació interanual (%)



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

EUA: preu dels lloguers, diferents índexs
Variació interanual (%)



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

sincronia és imperfecta, perquè el Bureau of Labor Statistics (BLS, l'agència encarregada de recollir i de publicar la dada de l'IPC) calcula la variació del preu dels lloguers a partir d'una mostra de lloguers que inclou, també, els preus del lloguer dels arrendataris que continuen vivint al mateix immoble. De fet, els contractes de lloguer amb arrendataris nous representen només entre el 13% i el 25% del total de la mostra de lloguers de l'IPC, segons un estudi de la Reserva Federal de Cleveland.[2] Així, el component de lloguers de l'IPC tendeix a moure's en la mateixa direcció que el Zillow, però més lentament i amb retard.

Per tractar d'entendre millor el conjunt de la mostra del BLS i minimitzar la discrepància amb els indicadors privats avançats, aquest estudi de la Reserva Federal de Cleveland ha separat la mostra del BLS, gràcies a les seves microdades, en contractes en què l'arrendatari no ha canviat i contractes en què sí que ho ha fet. Com es pot veure al tercer gràfic, l'índex de la Fed de Cleveland amb nous inquilins exhibeix una alta correlació amb l'índex de Zillow.

Això implica que, de cara als següents mesos, la moderació que s'observa en l'índex de Zillow s'hauria de traslladar, amb més o menys retard, a l'evolució dels lloguers de l'IPC. En concret, d'acord amb les correlacions històriques entre l'índex de Zillow, endarrerit 12 mesos, i el component *shelter*, aquest s'hauria de situar al voltant del 4,5% al final de l'any i una mica per damunt del 3% cap a la meitat del 2024. Així, només per l'efecte directe de la caiguda interanual del Zillow, la inflació general als EUA podria recular 1,0 i 1,5 p. p. al final de l'any i cap a la meitat de l'any següent, respectivament. A més a més, la situació del mercat de lloguer als EUA ofereix alguns senyals de distensió. Per exemple, en el 1T 2023, el percentatge d'habitatges disponibles per lloguer en relació amb el total d'habitatges en lloguer es va situar per damunt de la mitjana del 2021 i del 2022, tot i que encara es troba per sota de la mitjana des del 1965 (vegeu el quart gràfic).

Dit això, la situació no és homogènia ni entre ciutats ni entre regions dels EUA. Les diferències en el preu dels lloguers són substancials, i, com es pot veure a l'últim gràfic, també ho és la seva variació interanual. Mentre que, en algunes ciutats, s'observen reculades en els preus del lloguer (per exemple, a Las Vegas), en altres (com Boston), els increments interanuals del preu en els nous lloguers segons Zillow estan sent substancials (el +7%).

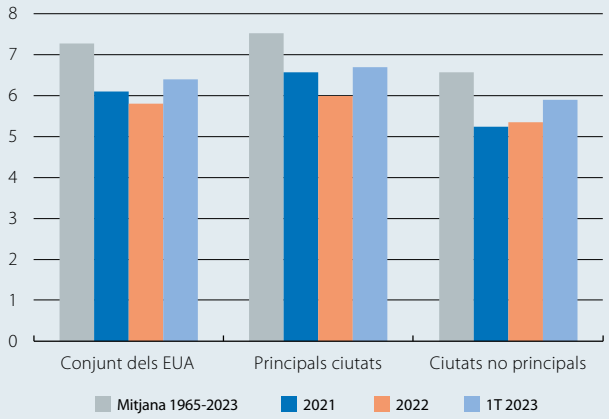
Així i tot, a mesura que la inflació del *shelter* continuï disminuint, atès el seu elevat pes a la cistella de consum, el conjunt de la inflació general i nucli es continuarà moderant. A més a més, amb la desinflació també visible a bona part de la resta de la cistella de consum, la Reserva Federal té arguments per aturar aviat les pujades de tipus d'interès. No obstant això, la velocitat a la qual la inflació tornarà al 2% és incerta, i, en absència d'un refredament brusc de l'activitat econòmica, la Reserva Federal s'inclinarà, probablement, per mantenir encara l'entorn de tipus d'interès alts força trimestres.

Ricard Murillo Gili

2. Vegeu Adams, B. *et al.* (2022), «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope», Working Paper, núm. 22-38, Banc de la Reserva Federal de Cleveland.

EUA: habitatges disponibles per a lloguer

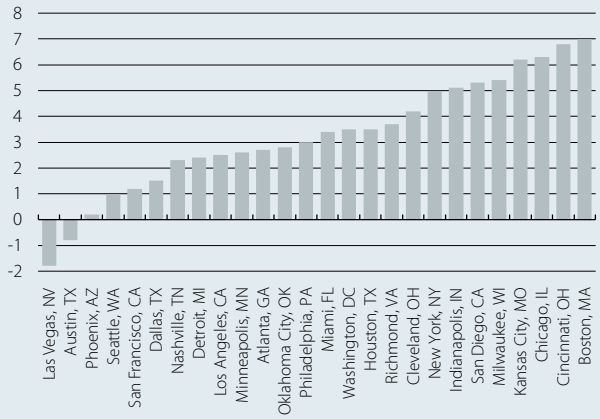
(% sobre el total del parc d'habitatges en lloguer)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'US Census Bureau.*

EUA: preu dels lloguers

Variació interanual (%)



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

Tipus d'interès (%)

	31-agost	30-juny	Variació bimestral (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,25	4,00	25	175,0	375,0
Euríbor 3 mesos	3,80	3,58	22	166,3	303,2
Euríbor 12 mesos	4,10	4,13	–3	81,1	220,6
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,54	3,59	–5	93,7	284,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,98	3,20	–22	21,4	187,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,47	2,39	7	–10,5	94,1
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,48	3,39	10	–18,1	76,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,19	3,13	7	–39,2	58,8
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,25	25	100,0	300,0
Líbor 3 mesos	5,66	5,55	12	89,6	250,5
Deute públic a 1 any	5,38	5,39	–1	69,8	197,2
Deute públic a 2 anys	4,86	4,90	–3	43,7	147,6
Deute públic a 10 anys	4,11	3,84	27	23,3	91,9

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

	31-agost	30-juny	Variació bimestral (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	70	74	–4	–20,5	–44,2
Itraxx Financer Sènior	81	85	–4	–18,1	–43,5
Itraxx Financer Subordinat	148	160	–12	–24,1	–82,4

Tipus de canvi

	31-agost	30-juny	Variació bimestral (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,084	1,091	–0,6	1,3	8,9
EUR/JPY (iens per euro)	157,820	157,440	0,2	12,4	13,1
EUR/GBP (lliures per euro)	0,856	0,859	–0,4	–3,4	–1,1
USD/JPY (iens per dòlar)	145,540	144,310	0,9	11,0	3,8

Primeres matèries

	31-agost	30-juny	Variació bimestral (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	552,8	547,8	0,9	–0,3	–3,6
Brent ($/barril)	86,9	74,9	16,0	1,1	–6,6
Or ($/unça)	1.940,2	1.919,4	1,1	6,4	13,3

Renda variable

	31-agost	30-juny	Variació bimestral (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.507,7	4.450,4	1,3	17,4	14,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.297,1	4.399,1	–2,3	13,3	21,2
Ibex 35 (Espanya)	9.505,9	9.593,0	–0,9	15,5	19,8
PSI 20 (Portugal)	6.174,0	5.920,3	4,3	7,8	2,8
Nikkei 225 (Japó)	32.619,3	33.189,0	–1,7	25,0	18,0
MSCI emergents	980,3	989,5	–0,9	2,5	0,9

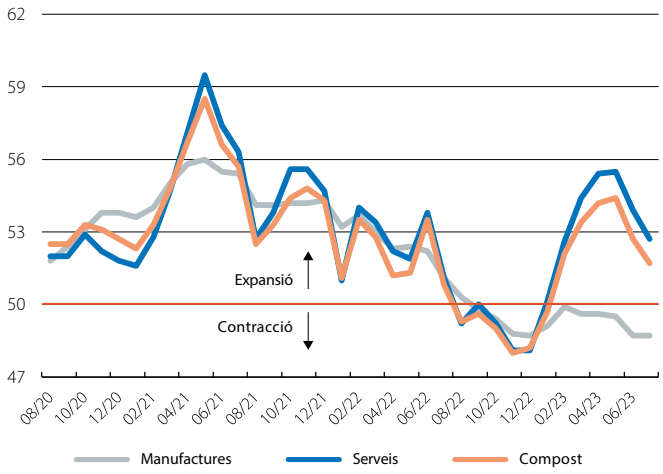
Deteriorament d'expectatives a l'economia mundial

L'economia mundial es desaccelerarà en l'últim tram de l'any. Hi ha diversos factors que justifiquen aquesta hipòtesi. La reactivació de la Xina després de la seva reobertura ha estat més feble del que s'esperava i els problemes del seu sector immobiliari afecten el seu sistema financer. Els tipus d'interès a escala global continuen en terreny contractiu (malgrat que algunes economies emergents han començat a retallar tipus) i els bancs centrals de les principals economies desenvolupades ja han declarat que els tipus romandran elevats durant força temps (*high for longer*). A més a més, després de diversos anys de polítiques fiscals molt expansives, sobretot a Europa i als EUA, s'espera una certa correcció de cara al 2024. Precisament, el deteriorament dels comptes públics va justificar que l'agència Fitch retallés un graó la qualificació creditícia dels EUA (AA+, des d'AAA).

Els EUA comencen a mostrar senyals d'un cert esgotament. El PIB va créixer el 0,5% intertrimestral en el 2T (el 0,5% en el 1T), gràcies a la reactivació de la inversió no residencial (l'1,5% *vs.* el 0,2%) i a la resistència de la despesa pública (el 0,8% *vs.* l'1,2%). Malgrat que la dada és positiva, es comencen a observar certes evidències de l'impacte de la pujada acumulada pels tipus d'interès des de l'inici del 2022. El consum de les famílies es va frenar fins al 0,4% (l'1,0% anterior), arran de l'estancament gairebé total de la despesa en béns duradors, al mateix temps que la inversió residencial va encadenar el novè trimestre de caiguda (el –0,9% *vs.* el –1,0%). Diversos indicadors van millorar al juliol (les vendes al detall van créixer el 0,7% mensual i la producció industrial va augmentar l'1,0%, després de dos mesos caient), però s'espera un refredament en els propers mesos. De fet, el PMI compost va caure a l'agost per tercer mes consecutiu i es va situar ja en el 50,4, referències que apunten a un estancament de l'activitat. D'altra banda, el mercat de treball continua molt robust, però hi ha certs signes de normalització: en la mitjana del juliol-agost, es van generar uns 170.000 nous llocs de treball, per sota dels 200.000 de mitjana dels tres mesos previs (revisats de forma substancial a la baixa), i les ràtios de vacants per aturat continuen reculant des dels màxims del 2022. En balanç, cal esperar una certa moderació del ritme de creixement, en especial en els mesos finals de l'any, tot i que la resiliència de la qual ha fet gala l'economia ha reduït la probabilitat d'una recessió en els propers mesos (fins i tot la Fed ha eliminat aquesta opció dels escenaris considerats en la seva última reunió).

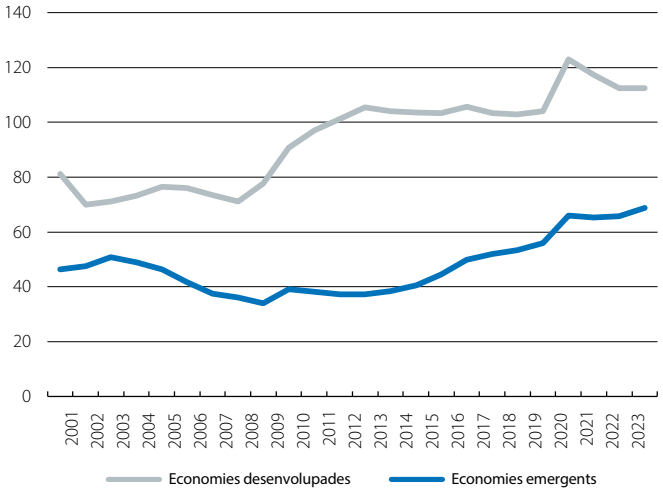
Les pressions inflacionistes als EUA continuen elevades, però tendeixen a corregir-se. Els salaris nominals amb prou feines mostren cap correcció: en la mitjana del juliol-agost, mantenen un avanç interanual del 4,4%, similar al creixement mitjà de la resta de l'any. Aquest comportament dels salaris pot limitar la intensitat de la correcció que mostren les mesures subjacents dels preus: al juliol, la inflació nucli va caure 0,2 p. p., fins al 4,7%, mentre que la general va repuntar 0,2 p. p., fins al 3,2%. Pel que fa a la inflació dels serveis sense habitatge (un indicador clau per a la Fed), ha reculat des del final de l'any passat i, al juliol, gairebé es va mantenir sense canvis (el 4,0% *vs.* el 3,9%).

Global: PMI
Índex



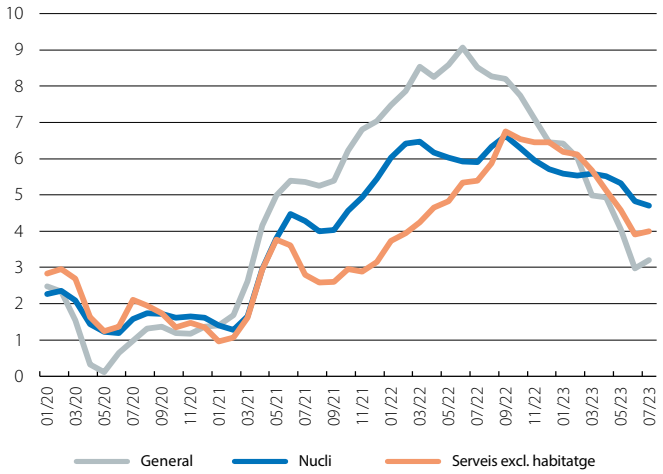
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

Global: deute públic
(% del PIB)



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

EUA: IPC
Variació interanual (%)



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

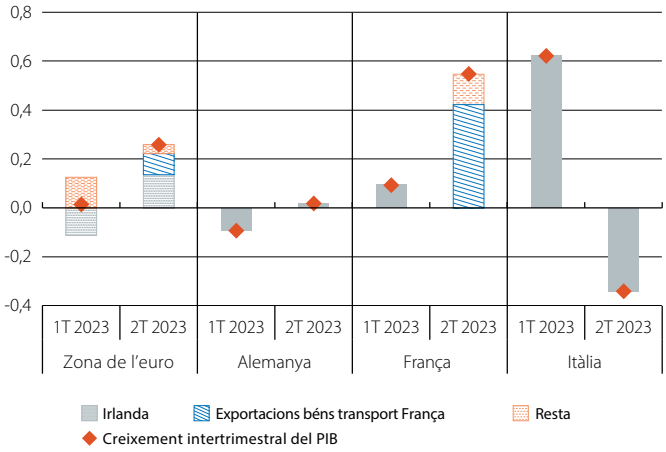
La resistència de la zona de l'euro en el 2T 2023 no ho és tant. La zona de l'euro va créixer el 0,3% intertrimestral en el 2T, després d'estancar-se en el 1T. No obstant això, la major part d'aquest creixement s'explica per factors excepcionals: el fort creixement de França (el 0,5% *vs.* el 0,1% en el 1T) es basa en l'enviament puntual d'un vaixell, i el creixement d'Irlanda continua caracteritzat per la seva volatilitat (el +3,3% *vs.* el –2,8%). Si s'exclouen aquests dos elements, la zona de l'euro amb prou feines hauria crescut, ja que Itàlia va recular el 0,3% (el +0,6% anterior) i Alemanya es va estancar, després de dos trimestres de caiguda. Aquestes dades mostren la feblesa de la zona de l'euro, la qual cosa contrasta amb el dinamisme del mercat de treball: a la zona de l'euro, en el 1S 2023, l'ocupació va créixer el 0,8% en relació amb el 2S 2022, amb una taxa d'atur que, al juny, es va mantenir en mínims del 6,4%. A més a més, en el 2T, la taxa de vacants d'ocupació es troba encara prop de màxims (el 3,1%), i el 25% de les empreses manufactureres i el 33% de les de serveis reconeixen que estan afectades per la falta de mà d'obra. Aquest tensionament del mercat laboral condiciona l'evolució dels salaris: en termes nominals, en el 2T, els salaris negociats en conveni van créixer a un ritme interanual del 4,3% (el 4,4% anterior), prop dels màxims de 30 anys, tot i que significativament per sota d'una inflació que es va moderant (al juliol i a l'agost, la general es va situar en el 5,3%, 0,2 p. p. menys que al juny, mentre que la nucli, en el 5,3% a l'agost, va continuar esperonada a l'alça per efectes de base).

A la zona de l'euro, la incertesa continua sent molt elevada. El PMI va tornar a caure a l'agost (indicador compost en els 46,7 *vs.* els 48,6 del juliol), afectat per una activitat en reculada al sector serveis (47,9 *vs.* 50,9), al mateix temps que persisteix la feblesa de les manufactures (43,5 *vs.* 42,7). A més a més, la reactivació de les regles fiscals dins el Pacte d'Estabilitat i Creixement el 2024 comportarà, probablement, menys vents de cua d'ara endavant. Alemanya, malgrat la feblesa de la seva economia, ja ha retallat la despesa per al 2024 el 6,4% (només augmenta la despesa en defensa). D'altra banda, encara no s'ha traslladat completament a l'activitat l'impacte de les pujades de tipus (425 p. b. des del juny del 2022), i, de fet, les declaracions de Lagarde fan pensar que les condicions monetàries continuaran tensionades durant força temps. En conseqüència, no es poden descartar noves revisions a la baixa sobre el nostre escenari, sobretot per al 2024 (el 0,7% el 2023 i l'1,0% el 2024, actualment).

La Xina continua decebent. El PIB va créixer només el 0,8% intertrimestral en el 2T 2023, després del 2,2% del 1T 2023, arran, entre altres motius, dels problemes del sector immobiliari. De fet, a l'estiu, els problemes immobiliaris van generar nous episodis de tensions financeres. Country Garden, el major promotor privat del país, no va poder afrontar el pagament dels interessos de dos bons internacionals; al mateix temps que el gegant xinès en gestió d'actius, Zhongzhi Enterprise Group, anunciava que la seva elevada exposició al sector immobiliari l'obligava a suspendre el pagament dels seus productes d'estalvi i a reestructurar el seu deute. Una altra evidència de la feblesa de l'economia és l'evolució dels preus: al juliol, la inflació es va situar en el –0,3% interanual, amb uns preus de producció que, per desè mes consecutiu, registraven una variació interanual negativa (el –4,4%). En aquest context, la resposta de la política fiscal i monetària ha estat força gradual.

*Zona de l'euro: PIB **

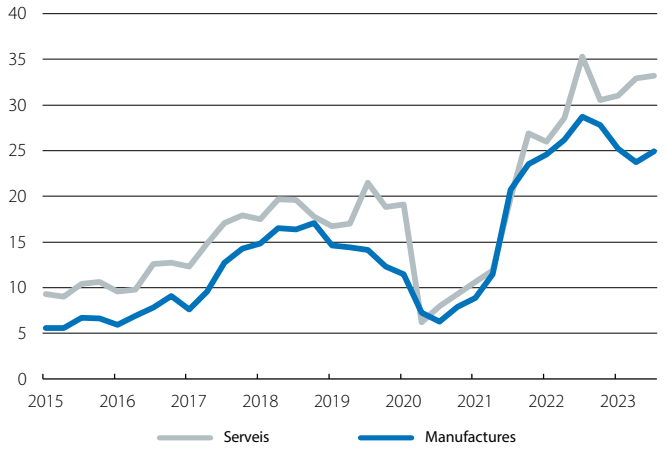
Aportació al creixement de factors excepcionals (p. p.)



Nota: ** Creixement intertrimestral.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

Zona de l'euro: empreses amb problemes per trobar mà d'obra

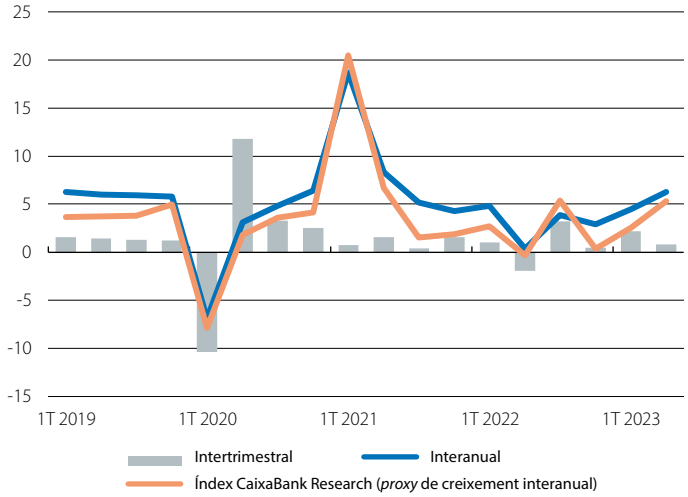
(% de les enquestades)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

Xina: PIB

Variacions (%)



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

Inflació europea: unida en la diversitat

Les 20 economies de la zona de l'euro tenen una moneda única, l'euro, amb la qual comparteixen una mateixa política monetària i, implícitament, un tipus de canvi fix. No obstant això, en els dos últims anys, la zona de l'euro ha patit fortes discrepàncies en les taxes d'inflació dels països membres (vegeu el primer gràfic). Aquesta dispersió és rellevant: *de facto*, es tradueix en diferències en la transmissió de la política monetària i en els termes d'intercanvi, perquè afecta el tipus d'interès i el tipus de canvi «reals» (és a dir, ajustats per la inflació): 1 euro és 1 euro tant a Viena com a París, però el poder adquisitiu d'aquest euro depèn del cost de la vida a cada ciutat; de la mateixa manera, un tipus d'interès del BCE del 4% no té el mateix efecte en una economia on la inflació és del 10% (tipus d'interès real del –6%) que en una altra on sigui del 2% (tipus real del +2%). Així, les diferències d'inflació obertes en els dos últims anys condicionen l'actuació del BCE (vegeu el segon gràfic) i són un repte per al conjunt de la zona de l'euro. Però què hi ha rere aquesta dispersió?

Dispersió: la dimensió de la inflació importa

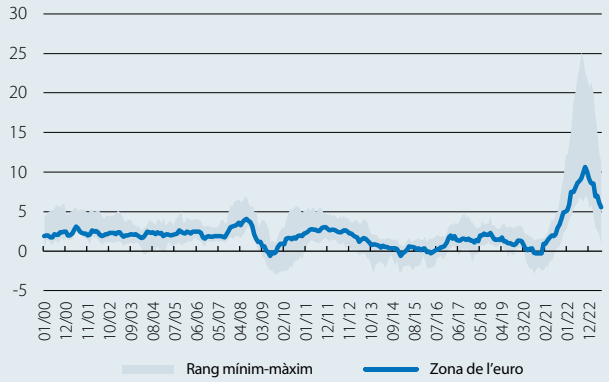
En temps més normals, el ventall d'inflacions dins la zona de l'euro anava d'un mínim del 0% fins a un màxim del 3%; el 2022, el ventall es va ampliar fins al 7%-25%. Una part de la dispersió és deguda a economies petites que han patit inflacions molt elevades (especialment els països bàltics, amb un pic del 25% a Estònia i del 22% a Letònia i a Lituània), mentre que les mètriques de dispersió no són tan altes si es té en compte el pes relatiu de cada economia dins la cistella de preus del conjunt de la zona de l'euro (vegeu el tercer gràfic).[1]

D'altra banda, una part de la dispersió entre països reflecteix un efecte d'unitats: si el nivell d'inflació es multiplica per 5 (com ha estat el cas en la mitjana europea), també es multiplica per 5 el valor de mètriques de dispersió com la desviació estàndard. Per aquest motiu també hem d'analitzar la situació actual amb mètriques de dispersió relativa, com el coeficient de variació, que normalitza la desviació estàndard pel nivell mitjà de la inflació. Com es veu al tercer gràfic, aquest indicador es troba en cotes més normals, la qual cosa suggereix que la dispersió entre països no és tan anormal en el context d'un nivell d'inflació generalitzadament alt a tota la zona de l'euro.[2]

1. Formalment, la desviació estàndard ponderada pel pes de cada país és menor que la desviació estàndard sense ponderar (és a dir, assignant el mateix pes a totes les economies de la zona de l'euro).
2. L'observació que la dispersió entre economies augmenta amb el nivell d'inflació també es pot interpretar com una evidència de diferències en el grau de rigideses nominals dels països de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: inflació general

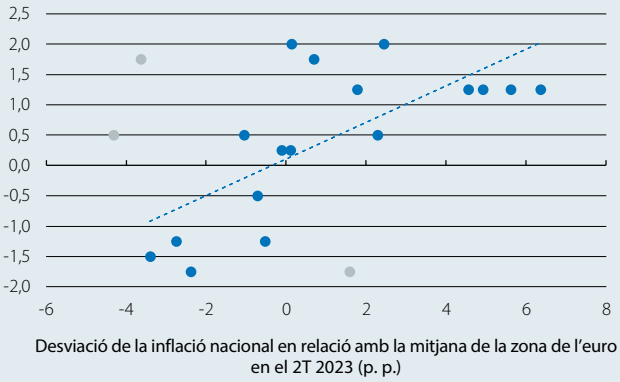
(%)



Nota: *El gràfic mostra la inflació general (en termes interanuals) mínima i màxima entre els països membres de la zona de l'euro, així com la del conjunt de la regió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: inflació i to dels bancs centrals nacionals

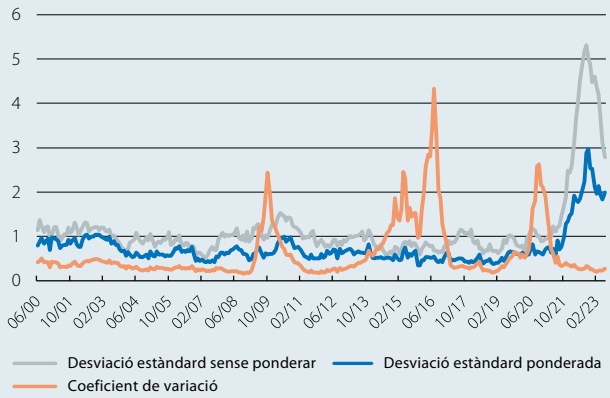
To del banc central nacional (índex Dove-Hawk)



Notes: *L'índex Dove-Hawk d'Econostream ordena els presidents dels bancs centrals nacionals de més «coloms» (índex negatiu) a més «falcons» (índex positiu). Els punts grisos representen tres casos «atípics» que no s'ajusten bé a la relació: Bèlgica, Itàlia i Luxemburg.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de www.econostream-media.com.*

Zona de l'euro: dispersió de la inflació general

Índex



Notes: *La desviació estàndard sense ponderar dona el mateix pes a tots els països de la zona de l'euro, mentre que la ponderada té en compte el pes de cada país en la cistella de l'IPCH del conjunt de la zona de l'euro. El coeficient de variació correspon a la desviació estàndard ponderada dividida per la inflació mitjana de la zona de l'euro en una mitjana mòbil de 6 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Causes de la dispersió...

El context és clau, i així ho mostra, també, el fet que el gros de la dispersió s'explica per diferències en la inflació energètica (vegeu el quart gràfic), tot i que, recentment, s'observa una mica més de dispersió en la inflació dels serveis.[3]

La importància de l'energia i l'«efecte nivell» de la inflació són coherents amb la idea que, rere la dispersió entre països, trobem un mateix origen: un xoc comú i fort, el de la guerra a Ucraïna i el seu efecte sobre els preus de l'energia i dels aliments, que, en funció de l'exposició a la crisi generada per la guerra i de les diferents respostes de la política econòmica, es transmet amb una intensitat diferent a cada país. Així, països amb una menor dependència del gas rus i/o amb una major producció d'energia renovable han vist, en general, menys tensionats els preus. En la mateixa línia, la disparitat de les polítiques implementades arran de la crisi ha estat molt elevada, tant en el cost de les mesures[4] com en el seu disseny, des dels incentius a l'estalvi energètic fins a les intervencions (o no) sobre el sistema de preus,[5] passant per les ajudes directes a les famílies i a les empreses.

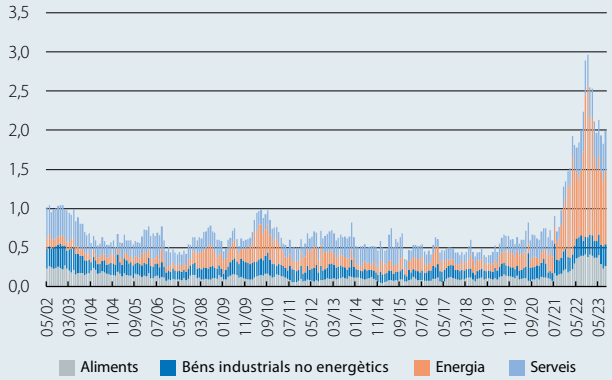
Una altra manera de constatar l'origen comú d'aquesta disparitat d'inflacions és analitzar la sincronia entre la inflació dels diferents països de la zona de l'euro. Hi ha tècniques estadístiques que, aprofitant la correlació de les inflacions de les economies europees, ens permeten extreure un factor comú entre aquestes inflacions nacionals. Com ho mostra l'últim gràfic, l'evolució d'aquest factor comú explica una bona part de les dinàmiques individuals de cada país, quelcom que, de fet, s'ha intensificat en els dos últims anys i que no solament se circumscriu als preus energètics: ara com ara (amb dades fins al juny del 2023), també s'ha reforçat el factor comú rere la inflació dels béns industrials, dels serveis i dels aliments dels països de la zona de l'euro.

... i conseqüències

Si la dispersió entre països té com a origen un xoc comú, que no solament procedeix de l'energia, sinó que també es tradueix en fortes dinàmiques comunes entre els preus subjacents de cada país, les diferències s'haurien de normalitzar amb la pròpia disminució de la inflació del conjunt de la zona de l'euro. Tanmateix, això no implica una normalització en les diferències entre els nivells de preus dels països. De fet, hi ha indicis que la dispersió en les taxes d'inflació ha comportat una major convergència en els nivells de preus dels països de la zona de l'euro; una convergència que pot accentuar desigualtats quan no va acompanyada d'una convergència en ingressos i en productivitat.[6]

Zona de l'euro: contribucions a la desviació estàndard de la inflació

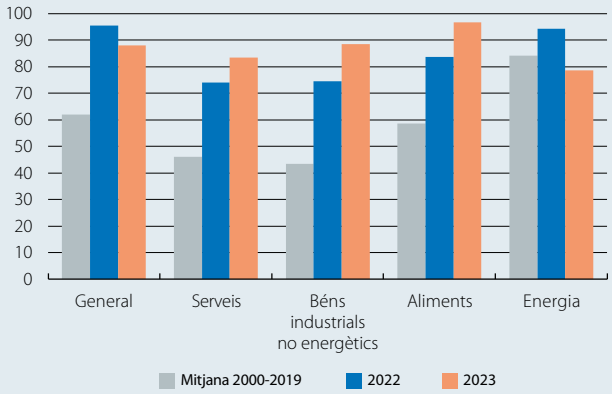
(p. p.)



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

Zona de l'euro: variància de la inflació dels països explicada per factors comuns *

(%)



Notes: ** Realitzem una anàlisi de components principals per a la inflació (general i per productes) d'Alemanya, d'Àustria, de Bèlgica, d'Espanya, de Finlàndia, de França, de Grècia, d'Irlanda, d'Itàlia, dels Països Baixos i de Portugal. El gràfic presenta la variància entre els països explicada pel primer component principal, calculat en finestres mòbils de 24 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

3. La major contribució recent dels serveis també s'observa en la descomposició del coeficient de variació.
4. Segons dades de Bruegel, les ajudes públiques van des de més del 7% del PIB a Alemanya fins a menys de l'1% a Finlàndia.
5. Per exemple, França va optar per intervencions directes sobre el preu del gas. Així, el tensionament dels preus energètics va ser menor a curt termini, però la distensió és més lenta a mitjà termini: en el pic de la crisi, l'IPC energètic de la zona de l'euro va arribar a ser el 30% superior al de l'inici del 2022, en relació amb «només» el 15% de França; avui, la xifra per a la zona de l'euro s'ha relaxat fins al 10%, però segueix a la vora del 15% a França.

6. Vegeu Buelens, C. (2023), «The great dispersion: euro area inflation differentials on the aftermath of the pandemic and the war», QREA, vol. 23, núm. 2.

El Regne del Mig i els seus veïns (part I): una perspectiva geoeconòmica

El significat i la utilització del nom del país que avui coneixem com la Xina han evolucionat al llarg del temps. El seu nom més comú, utilitzat en els últims segles i, en l'actualitat, nom oficial del país en mandarí, *Zhongguo*, significa Regne del Mig.[1] Així mateix, les relacions econòmiques de la Xina amb l'exterior també han anat canviant al llarg dels segles: el país ha travessat períodes d'aïllament de l'exterior gairebé absolut, d'elevades tensions, com durant les guerres de l'Opi, i de reobertura, a partir dels anys setanta del segle passat. En Focus anteriors,[2] hem vist com el gegant asiàtic ha guanyat importància en les cadenes de valor globals i com, el 2021, va superar per primera vegada la xifra dels 3 bilions de dòlars en exportacions de béns. I també és cert que ha succeït el mateix en sentit contrari: el mercat xinès ha guanyat importància per a la majoria dels seus socis comercials i veïns. Centrant-nos en Àsia, tenen la Xina com a destinació una quarta part de les exportacions de Corea del Sud, una cinquena part de les del Japó i una sisena part de les dels països ASEAN.[3] Així mateix, en aquest segle, destaquen dues grans tendències: el declivi del sector manufacturer japonès i la centralitat creixent de la Xina en les cadenes de valor asiàtiques.

Evolució recent de les cadenes de valor asiàtiques: el cas dels països ASEAN

El 2021, les exportacions de béns dels països ASEAN a la resta del món van arribar als 1,4 bilions de dòlars (en relació amb els 1,3 bilions dels països USMCA i amb els 2,5 bilions de dòlars de la UE, per esmentar altres grans blocs comercials d'àmbit continental).[4] En termes globals, incloent-hi els fluxos comercials intrabloc, la regió ASEAN representa el 8% del comerç global, enfront de gairebé el 30% de la UE o del 12% de l'USMCA. Si observem la desagregació sectorial, gairebé el 40% de les exportacions del bloc ASEAN a la resta del món corresponen avui dia a electrònica i maquinària. Una dècada abans, les exportacions d'aquests països a la resta del món arribaven als 900.000 milions, amb el 30% del total corresponent a aquests sectors d'alta tecnologia (llavors, la mineria i els productes derivats ocupaven un destacat segon lloc, amb el 17% del total d'exportacions, en relació amb el 8% d'avui dia). L'índex de complexitat econòmica (ECI) elaborat per l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC) mesura la «intensitat tecnològica» de cada economia en funció del perfil de les seves exportacions i situa Singapur en sisena posició en termes globals, Malàisia en el lloc

Valor afegit en les exportacions de tercers països originat als països ASEAN

(% del VA en les exportacions de cada sector-país)

	UE-27			EUA			Xina			Japó			Corea del Sud			Taiwan	Hong Kong	Índia
	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018
TOTAL	0,4	0,4	0,7	0,5	0,4	0,4	1,2	1,9	1,6	0,8	1,1	1,7	2,5	2,6	2,4	3,5	2,6	0,8
Agricultura	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,6	0,3	0,7	0,8	0,6	0,9	1,3	1,3	1,4	1,7	2,4	2,3	0,1
Mineria	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,6	0,8	1,1	0,7	1,1	1,5	1,4	2,0	1,3	2,9	2,9	0,5
Manufactures	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	1,4	2,1	1,8	0,9	1,3	2,0	2,7	2,9	2,6	4,0	3,5	0,9
Alimentació	0,4	0,5	0,8	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,9	1,5	1,4	1,8	2,5	2,4	2,1	0,2
Tèxtil i vestits	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,4	1,4	0,7	1,0	1,9	2,2	2,6	3,6	3,6	3,0	0,5
Fusta i paper	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,6	2,1	2,0	1,4	0,7	1,1	1,6	1,9	2,5	2,4	3,5	3,3	0,4
Química i farmàcia	0,4	0,4	0,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,9	1,6	1,3	1,9	2,4	6,4	5,5	3,1	4,6	4,9	1,5
Metalls	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	1,1	1,4	1,1	1,3	1,9	2,2	3,5	3,1	2,7	3,1	3,8	1,0
Electrònica *	0,9	1,0	1,2	1,4	1,1	0,6	1,6	3,2	2,6	0,9	1,2	2,0	2,2	2,6	2,7	4,3	4,2	1,1
Maquinària	0,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,7	1,0	1,4	1,3	0,6	1,0	1,5	1,7	1,7	2,0	3,0	3,9	0,9
Equipaments de transport *	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,9	0,9	1,2	1,2	0,7	1,2	2,1	1,5	1,8	2,1	2,2	3,4	1,1
Altres manufactures	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,6	1,5	1,7	1,4	0,7	1,3	1,8	2,1	2,2	2,6	2,8	2,6	0,7
Serveis	0,2	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,7	0,9	0,7	0,4	0,6	0,9	2,0	1,3	1,7	1,8	2,2	0,6

Notes: *En aquesta taula es mostra la destinació sectorial del valor afegit de les exportacions finals de cada país. Exemple: entre el 2015 i el 2018, va tenir origen als països ASEAN l'1,2% del valor afegit de les exportacions d'electrònica de la UE-27, el 2,6% de les exportacions d'electrònica de la Xina i el 4,3% de les exportacions d'electrònica de Taiwan. Les dades fan referència a la mitjana dels anys 1995-2000 (abans de l'entrada de la Xina a l'OMC el 2001), 2002-2007 (després de l'entrada de la Xina a l'OMC, precrisi financera) i 2015-2018 (els anys més recents). S'utilitzen les dades de l'actualització més recent de les dades OECD TiVA (novembre del 2021).*

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

1. El nom occidental Xina (o *Sinae* en llatí) té origen en el nom Qin (pronunciat «xin»), l'Estat que es va anar expandint a la regió del riu Groc superior a partir del segle VII a. C. i que, després, va sorgir com un dels poders dominants dels Set Estats Combatents, unificant-los i establint el primer imperi de la Xina unificada, sota la dinastia Qin, en el segle III a. C. Vegeu, per exemple, Kwong, L. S. K. (2015), «What's in a name: Zhongguo (or 'Middle Kingdom') reconsidered», The Historical Journal, 58, 3, pàgs. 781-804, Cambridge University Press.
2. Vegeu els Focus «UE i la Xina: mapes d'una interdependència estratègica (I i II)», a l'IM05/2022 i a l'IM01/2023.
3. Els països ASEAN inclouen Brunei, Cambodja, Filipines, Indonèsia, Laos, Malàisia, Myanmar, Singapur, Tailàndia i el Vietnam. Entre aquests, els majors exportadors són el Vietnam, Singapur, Malàisia, Tailàndia i Indonèsia.
4. La zona de comerç lliure USMCA, coneguda anteriorment com a NAFTA, inclou el Canadà, els EUA i Mèxic. Si afegim el comerç entre països del mateix bloc, els països ASEAN exporten, en total, uns 1,7 bilions de dòlars; els que formen la USMCA, uns 2,6 bilions de dòlars, i la UE, uns 6,2 bilions.

24 i el Vietnam en el 58 (el 2010, Singapur ocupava l'onzè lloc, Malàisia, el 29 i el Vietnam, el 78).[5] Els fluxos de comerç de la regió ASEAN també han anat canviant de direcció, amb una major concentració a la Xina i als EUA i amb pèrdua d'importància al Japó. Així, la Xina i els EUA representen cadascú prop del 20% de les exportacions dels països ASEAN (al voltant del 15% el 2010), mentre que la quota del Japó va passar del 13% al 8% el 2010.

La primera taula mostra el mapa de la integració dels països ASEAN en les cadenes de valor globals i mesura el valor afegit originat en aquests països en el total de les exportacions de cada sector-país. Per exemple, per cada 100 euros d'exportacions del sector de l'electrònica europeu, 1,2 euros tenen origen als ASEAN (en comparació, 81 euros es produeixen a la mateixa UE, 4,1 euros a la Xina i 3,4 euros als EUA). D'altra banda, 1,8 euros de cada 100 de les exportacions de manufactures de la Xina tenen origen als ASEAN (en relació amb uns 82 euros a la Xina, 2,3 euros a Corea del Sud i a la UE, 2 euros als EUA i 1,8 euros al Japó).[6] Així mateix, es pot veure com els països ASEAN han guanyat rellevància en el sector manufacturer global, en particular en sectors més capdavanters. A més a més, no solament el bloc ASEAN ha exportat més a l'exterior directament (com ho podem observar analitzant les dades d'exportacions brutes), sinó que també, mitjançant la seva major integració en les cadenes de valor asiàtica i europea, s'ha beneficiat del seu efecte arrossegament i ha exportat més indirectament a països tercers.

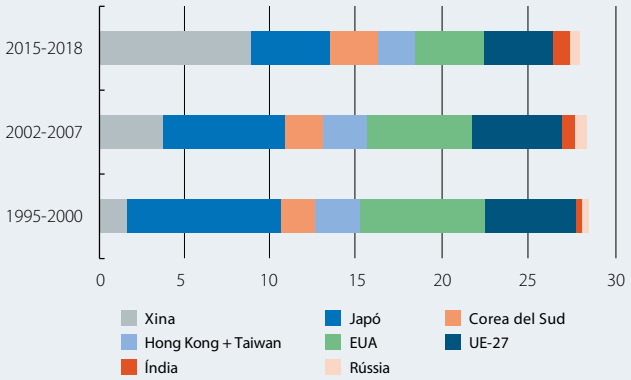
D'altra banda, els països ASEAN també han reajustat les seves cadenes de producció. Així, destaca el desplaçament del Japó per la Xina en la cadena de valor regional (vegeu el primer gràfic), un «fet estilitzat» que s'estén a altres economies asiàtiques.[7] De fet, hi ha un desplaçament general del «centre de gravetat» de les cadenes de valor cap a la Xina, que també afecta altres socis comercials, com els EUA. Finalment, cal destacar que hi ha importants diferències entre els països ASEAN. Al Focus «El Regne del Mig i els seus veïns: dos casos d'estudi», en aquest mateix informe, analitzem amb més detall les experiències recents del Vietnam i de Malàisia.

Quin és el futur de les cadenes de valor asiàtiques?

En les últimes dècades, la Xina ha guanyat un paper econòmic indiscutible, la qual cosa, al seu torn, ha beneficiat moltes economies asiàtiques. No obstant això, a mesura que ha anat reclamant un paper geopolític proporcional a la seva rellevància econòmica, les tensions han augmentat amb alguns dels seus socis comercials més importants, la qual cosa podria produir efectes col·laterals rellevants en les seves relacions econòmiques. La Xina continuarà sent el Regne del Mig en les cadenes de valor globals? Com es podran posicionar els seus veïns en el nou entorn geopolític?

Origen geogràfic del valor afegit brut (VAB) de les exportacions de manufactures dels països ASEAN

(% del VAB total)



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

Tot i que Àsia ha guanyat un paper crucial en les cadenes de valor globals, el continent (i, en concret, la regió del Pacífic) s'està convertint en l'epicentre de la disputa geopolítica entre blocs. La fragmentació del comerç global, sumada a l'alentiment econòmic de la Xina, comportarà reptes majúsculs per a tota la regió i, en concret, per als països ASEAN. Així i tot, hi ha motius per a l'optimisme. Per exemple, hem pogut observar com, malgrat que la Xina s'hagi transformat en el centre de la cadena de valor asiàtica, els països ASEAN han mantingut (i, fins i tot, han reforçat) les seves relacions econòmiques amb la resta d'Àsia i amb altres regions del món. D'altra banda, cal recordar que, entre aquests països, alguns assumeixen posicions geopolítiques més pròximes a la Xina, uns altres més pròximes als EUA i uns altres mantenen una ambigüitat «estratègica». És factible, llavors, que les noves estratègies de minimització de riscos (o *derisking*) per part dels blocs geopolítics emergents (possiblement, un més pròxim als EUA i un altre a la Xina) acabin generant guanyadors, en particular països en posicions geogràfiques més pròximes als dos blocs i a aquells que posseeixen determinats recursos imprescindibles (siguin recursos naturals o tècnics).[8] Una major fragmentació econòmica es pot materialitzar, de retruc, en cadenes de valor més llargues, en què algunes parts de la producció (com el muntatge o la producció de determinats béns intermedis) s'hagin de deslocalitzar a regions considerades «neutrals» amb determinats avantatges competitius. Els ASEAN estan entre els països que, per la seva geografia i pels seus avantatges comparatius, podrien, fins i tot, sortir beneficiats en un entorn més incert. D'altra banda, altres països, com l'Índia, es perfilen per «cobrir les seves apostes» en aquest entorn geopolític i es podrien posicionar com un soci comercial important per a la regió. Això sí, no hi haurà cap regne al mig que pugui triomfar sol.

Luís Pinheiro de Matos

5. Com a referència, el Japó ocupa el primer lloc; Alemanya, el cinquè; els EUA, el desè, i la Xina, el vint-i-cinquè.
6. A l'inici del segle, els països ASEAN representaven el 2% del VA de les exportacions de manufactures de la Xina, en relació amb el 75% a la Xina, el 3% a la UE, els EUA o Corea del Sud, i gairebé el 5% al Japó.
7. No solament el Japó ha perdut quota de mercat a la regió, sinó que les exportacions de manufactures als països ASEAN, la Xina, Corea del Sud, Taiwan i, fins i tot, els EUA han caigut en termes absoluts. Al mateix temps, s'ha verificat una disminució del percentatge del VA «intern» (produït al Japó) en les exportacions brutes japoneses. Així i tot, no es pot parlar d'un desacoblament del Japó de la cadena de valor asiàtica (o global), ja que els altres països (o grups de països) han augmentat la seva presència en les cadenes de valor japoneses.

8. Vegeu, per exemple, Campos, R., Estefania-Flores, J., Furceri, D. i Timini, J. (2023), «Geopolitical fragmentation and trade», Journal of Comparative Economics (en publicació).

El Regne del Mig i els seus veïns (part II): dos casos d'estudi

Al Focus «El Regne del Mig i els seus veïns (part I): una perspectiva geoeconòmica», en aquest mateix informe, podem veure com la Xina s'ha transformat, en les últimes dècades, en el centre de gravetat de les cadenes de valor asiàtiques i com això ha afectat els fluxos de comerç dels països del seu entorn. Centrant-nos en el bloc ASEAN, les seves exportacions a la resta del món han augmentat el 50% en l'última dècada, acompanyades d'una creixent especialització tecnològica, i els seus fluxos de comerç han anat canviant de direcció, de manera que s'han concentrat més cap a la Xina i els EUA i ha perdut importància el Japó. No obstant això, hi ha importants matisos entre països, ben il·lustrats pels casos del Vietnam i de Malàisia. El Vietnam ha vist com les seves exportacions de béns a la resta del món s'han multiplicat per 19 en les dues últimes dècades (en relació amb una multiplicació per 4, de mitjana, al conjunt dels països ASEAN i per 10 de la Xina), la qual cosa l'ha convertit recentment en el major exportador del bloc ASEAN. Mentrestant, les exportacions de béns de Malàisia s'han triplicat en el mateix període.

Evolució recent de les cadenes de valor asiàtiques: lliçons des del bloc ASEAN

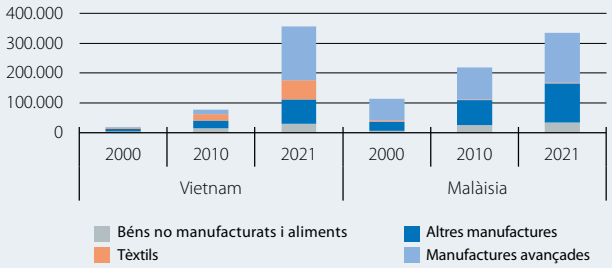
Les destinacions i la composició dels fluxos de comerç del Vietnam i de Malàisia s'han transformat des de l'inici del segle. El Vietnam exportava, principalment, mineria, productes refinats i tèxtils a Àsia (més del 50% de les seves exportacions tenien països asiàtics com a destinació, principalment el Japó, amb gairebé el 20%). En canvi, el 2021, el 30% de les exportacions vietnamites van anar als EUA i més de la meitat eren de productes d'electrònica i maquinària.[1] Per la seva banda, el 60% de les exportacions de Malàisia a l'inici del segle eren de productes electrònics i maquinària, en especial als EUA (el 21%), la meitat també a Àsia (sobretot a Singapur i al Japó). El 2021, menys de la meitat de les exportacions eren d'electrònica i maquinària i es van concentrar, bàsicament, cap a Àsia (representa dos terços de les exportacions malàisies, amb Singapur i la Xina com a principals destinacions).[2]

S'observa també una evolució divergent de les cadenes de valor dels dos països. Al segon gràfic, podem observar com el Vietnam ha viscut una obertura creixent a l'exterior, acompanyada d'una major integració en tota la cadena de valor asiàtica, en particular amb la Xina i amb Corea del Sud, mentre que el pes d'altres economies avançades (com el Japó, els EUA o la UE) s'ha mantingut relativament estable. D'altra banda, a Malàisia, s'ha observat un decreixement progressiu del valor afegit extern en les exportacions, amb pèrdues de quota particularment visibles del Japó, dels EUA i de la UE (vegeu el tercer gràfic).[3] Com a notable excepció a aquesta tendència, destaca la integració creixent del sector manufacturer malaisi amb la Xina, en particular en sectors com l'electrònica o la maquinària, que arriben a representar el 10% del VAB de les exportacions (al Vietnam, aquesta xifra arriba al 16% en electrònica i al 21% en maquinària).

L'evolució dels intercanvis amb la Xina (segon major soci comercial per als dos països) és particularment interessant. Les exportacions de béns del Vietnam a la Xina han passat d'uns 7.000 milions de dòlars el 2010 (el 30% de mineria i

Vietnam i Malàisia: exportacions anuals de béns

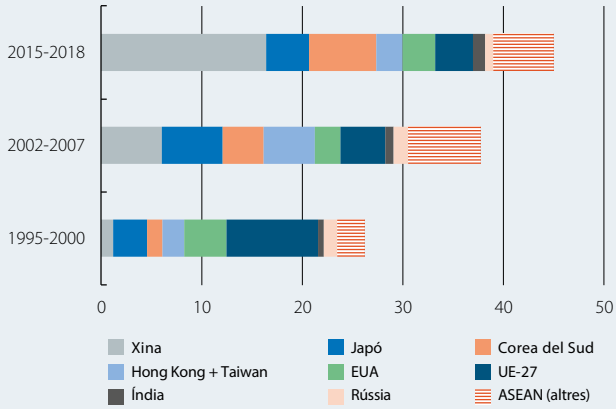
(Milions de dòlars)



Notes: *En altres manufactures s'inclouen les manufactures de fusta i paper, química i farmàcia (inclosos els productes minerals, com el refinatge de petroli) i metalls. Les manufactures avançades inclouen productes d'electrònica, maquinària i equipaments de transport. Nota metodològica: les dades reportades per l'OEC es fonamenten en la base de dades BACI (Base pour l'Analyse du Commerce International) del centre d'estudis CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales), que harmonitza les dades anuals de comerç internacional de la Divisió d'Estadística de les Nacions Unides (UN Comtrade) per a més de 150 països, desagregades en més de 5.000 productes. Per a més detalls sobre aquestes dades, vegeu Gaulier, G. i Zignago, S. (2010), «BACI: International Trade Database at the rProduct-Level. The 1994-2007 Version», CEPII Working Paper, 2010-2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC, per les sigles en anglès) i de la UN Comtrade.*

Vietnam: origen geogràfic del valor afegit brut (VAB) de les exportacions de manufactures

(% del VAB total)



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

1. Àsia encara representa el 50% de les exportacions brutes del Vietnam, amb la Xina com a principal destinació, amb el 16% del total, mentre que les exportacions al Japó representen menys del 6% del total.
2. Segons l'Observatori de Complexitat Econòmica, els tres productes més exportats pel Vietnam eren, el 2010, el cru (el 7%), l'arròs (el 4%) i el calçat de cuir (també el 4%). El 2021, la suma d'aquests productes representava menys del 3% del total, i els articles més exportats eren els equipaments de transmissió (el 14%), els telèfons (el 7%) i els circuits integrats (el 5%). De Malàisia, destacaven, el 2010, les exportacions de circuits integrats (el 12%), de gas (el 6%) i d'oli de palma (també el 6%), mentre que, el 2021, els tres productes malaisis més exportats eren els circuits integrats (el 21%), el petroli refinat (el 9%) i l'oli de palma (el 5%).
3. En l'última dècada, s'observa, de fet, un decreixement en valor absolut del valor afegit en les exportacions de manufactures malàisies amb origen en aquests tres mercats i als països ASEAN.

de refinats del petroli) a 58.000 milions el 2021 (el 60% d'electrònica i de maquinària). D'altra banda, Malàisia exportava 27.000 milions de dòlars el 2010 a la Xina (més del 50%, maquinària i electrònica), mentre que, el 2021, exportava uns 48.000 milions, amb una menor proporció de manufactures avançades (menys del 40% correspon a maquinària i a electrònica) i un major pes de mineria, de productes refinats (principalment, gas i petroli) i de metalls, que van passar de representar menys del 3% al 15%. Les dades d'importacions d'electrònica de la Xina (una sisena part del total, igual que les de mineria i de productes refinats) confirmen la transformació estructural del patró de comerç del Vietnam: el 10% arriba avui del país (una xifra semblant a la del Japó o a la de la UE, i només superada per Corea del Sud i per Taiwan), en relació amb el 5% de Malàisia. Una dècada abans, el 7% arribava de Malàisia i menys de l'1% del Vietnam.[4]

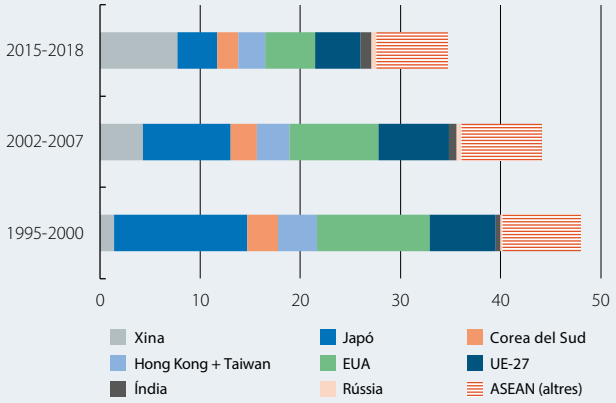
On van els ASEAN?

Per explicar aquestes diferències en els patrons recents d'evolució del comerç internacional, cal tenir en compte la important heterogeneïtat de les condicions econòmiques, geogràfiques i polítiques entre els països ASEAN.[5] En el cas del Vietnam, observem un període d'auge econòmic, d'especialització creixent, acompanyat d'una diversificació dels fluxos de comerç. Malàisia, ja de partida una de les economies més desenvolupades de la regió, va viure una concentració de la seva cadena de valor a Àsia, en particular a la Xina, la forta demanda de primeres matèries i de metalls de la qual ha guanyat pes en els fluxos de comerç del país. D'altra banda, malgrat que l'ascens de la Xina en el mercat global hagi arrossegat els sectors exportadors d'alguns d'aquests països (com el Vietnam o Tailàndia) i hagi aportat beneficis a la cadena de valor, també ha comportat una major competència en sectors més capdavanters, un efecte amb més rellevància per a les economies més avançades de la regió (com Malàisia, Singapur o el Japó).

Però el del Vietnam no és solament un cas de convergència econòmica i d'efectes col·laterals positius del desenvolupament econòmic de la Xina. El Vietnam és citat amb freqüència per la qualitat del seu sistema educatiu, que ha generat una oferta laboral amb capacitat de resposta adequada a una demanda creixent de mà d'obra més especialitzada i ha contribuït a la ràpida expansió de sectors com l'electrònica. A això se suma el factor demogràfic, amb una població activa creixent i jove, mentre que altres veïns asiàtics s'enfronten a un declivi poblacional. La inversió en infraestructures i la geografia també han ajudat: avui, la

Malàisia: origen geogràfic del valor afegit brut (VAB) de les exportacions de manufactures

(% del VAB total)



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

seva capital, Hanoi, està situada a menys de 17 hores en carretera del principal clúster tecnològic xinès, Shenzhen, i els 3.000 quilòmetres de costa faciliten les connexions marítimes globals.[6] Els ingredients que expliquen l'èxit del Vietnam, que repliquen l'experiència dels «tigres asiàtics», ofereixen, així, diverses lliçons de desenvolupament a altres països de la regió. Finalment, el Vietnam pot haver estat ja un dels primers guanyadors de les tensions comercials entre la Xina i els EUA. Entre el 2018 i el 2021, les seves exportacions d'electrònica als EUA s'han triplicat i les de la Xina pràcticament s'han estancat.

El Vietnam se situa avui entre les economies més obertes del món i és membre de més d'una desena d'acords comercials, com l'RCEP, considerat el major acord de comerç regional del món,[7] i, des del 1995, del grup ASEAN. Malgrat les seves diferències, potser el major èxit dels països ASEAN hagi estat portar pau i diàleg a una regió arrasada fa poques dècades per conflictes. Però el bloc pot ser encara més ambiciós. El comerç intraregional representa encara el 20% del comerç total de la regió (en relació amb més del 60% en el cas de la UE o del 40% en el cas de l'USMCA, successor del NAFTA), atesa l'existència d'un elevat nivell de barreres comercials no aranzelàries a la regió. D'altra banda, en un context de tensions geopolítiques creixents, la pràctica inexistència d'institucions comunes dificulta l'aprofitament de l'entorn geoeconòmic favorable i amenaça la defensa de prioritats regionals, com l'estabilitat del Mar de la Xina Meridional. Com el Vietnam en els anys vuitanta, perquè el bloc ASEAN continuï impulsant el desenvolupament de la regió, necessita un pla de reformes *doi moi*.

Luís Pinheiro de Matos

4. El Vietnam s'ha convertit també en el tercer major exportador d'electrònica als EUA (amb el 8% del total d'importacions, només per darrere de la Xina, amb el 33%, i de Mèxic, amb el 19%, i per davant del conjunt de la UE), en relació amb el 5% de Malàisia. Una dècada abans, representava menys de l'1% del total d'importacions nord-americanes d'electrònica.
5. L'any 2000, el Vietnam tenia un PIB *per capita* d'aproximadament 500 dòlars (considerat com un país de renda baixa, segons els indicadors del Banc Mundial) i, de llavors ençà, ha crescut anualment, de mitjana, el 7%, mentre que Malàisia tenia, el 2000, un PIB *per capita* de 4.500 dòlars i ha sostingut una taxa de creixement en el 5% durant el mateix període. En l'actualitat, el Vietnam té un PIB *per capita* de 4.500 dòlars i Malàisia de 13.000 dòlars, la qual cosa situa els dos països en la definició de països de renda mitjana-alta.
6. Segons les dades del Banc Mundial, la inversió directa estrangera al Vietnam ha arribat al 5% del PIB entre el 2000 i el 2021. Aquesta xifra és superior a la de la majoria dels seus veïns asiàtics, com Malàisia (amb el 3%), i a la mitjana dels països de renda mitjana-alta (també en el 3%).
7. L'RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) va entrar en vigor el 2022 i inclou els 10 països de l'ASEAN més la Xina, Corea del Sud, el Japó, l'Índia, Austràlia i Nova Zelanda. En conjunt, representa el 30% del PIB mundial i una població de més de 3.000 milions de persones.

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	1,9	0,9	1,8	2,5	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	9,3	7,5	5,9	3,3	4,0	5,3	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	110,1	114,0	106,1
Producció industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	–0,8	–0,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,0	46,4	47,6
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.398	1.452	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	306	310	304	302	301	310,9	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,5	3,8
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,9	–3,7	–3,6	–3,5	–3,2	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,0	3,2	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,8	4,7	...

JAPÓ

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Activitat									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	2,0	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	36,2	37,1	36,2
Producció industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	0,0	–2,5	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	8,0	7,0	1,0	5,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,7	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,3	–3,0	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,3	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,2	4,3	...

XINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	3,9	2,9	4,5	6,3	–	–	...
Vendes al detall	12,4	–0,8	3,5	–2,7	5,8	...	3,1	2,5	...
Producció industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	4,4	3,7	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,0	49,3	49,7
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	893	912	893	940	...	935,8	913,0	...
Exportacions	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	...	–13,9	–15,4	...
Importacions	30,0	0,9	0,2	–6,6	–6,9	...	–6,9	–12,4	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	0,0	–0,3	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,2	7,2	7,2	7,3

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–0,5	–2,5	–2,5	–2,2	–1,4	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	2,3	3,5	2,1	0,4	–1,2	–1,3	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–16,1	–15,1	–16,0
Sentiment econòmic	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	95,2	94,5	93,3
PMI manufactures	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	43,4	42,7	43,5
PMI serveis	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	52,0	50,9	47,9
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	...	1,8	1,6	1,6	1,4	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,3	7,4	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,7	7,5	7,6	...
PIB real *(variació interanual)*	5,7	3,4	2,4	1,8	1,1	0,6	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	3,3	1,9	1,2	0,8	–0,3	–0,1	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	1,2	0,7	0,8	1,0	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	7,3	3,9	2,5	1,5	2,0	0,4	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,5	5,3	5,3
Subjacent	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,5	5,3

Sector exterior

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Saldo corrent	3,1	–0,9	–0,4	–0,9	–0,6	0,0	0,0	...	...
Alemanya	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	5,1	...	...
França	0,4	–2,0	–1,2	–2,0	–1,9	–1,8	–1,8	...	...
Itàlia	3,1	–1,2	–1,1	–1,2	–1,0	–0,4	–0,4	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**94,3**	**90,8**	**88,9**	**91,7**	**93,1**	**94,2**	**94,4**	**95,8**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	3,0	2,2	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,7	1,3	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,8	4,9	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	2,1	2,9	3,7	4,2	4,4	4,5	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	6,3	1,4	–3,9	–8,0	–9,2	–10,5	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	24,0	23,9	...
Instruments negociables	11,6	3,6	4,1	7,5	19,4	22,0	22,8	20,6	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,7	2,8	...

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.*

Resiliència de l'economia espanyola en la primera meitat del 2023, però desafiaments per a la segona

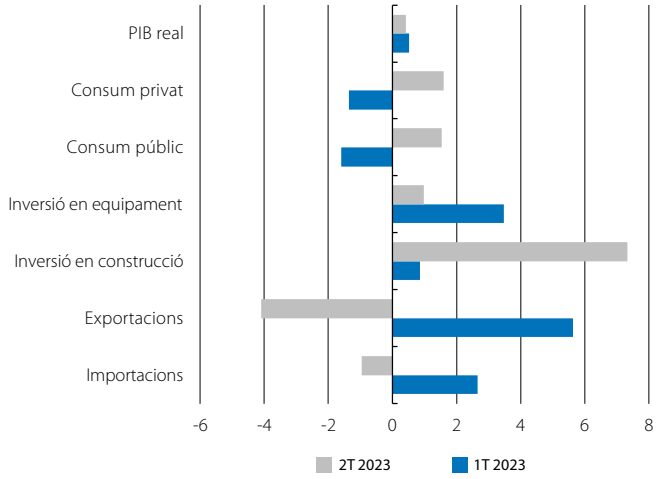
Revisem la previsió de creixement de l'economia espanyola a l'alça el 2023 per la fortalesa de l'economia durant la primera meitat de l'any. El PIB va registrar un ritme de creixement notable durant el 1S, amb taxes d'avanç intertrimestral del 0,5% i del 0,4% en el 1T i en el 2T, respectivament. En contraposició, els primers indicadors disponibles per al 3T mostren que el ritme de creixement s'està moderant. Aquesta desacceleració es correspon amb un entorn en què el creixement dels nostres principals socis comercials s'està alentint, el sector turístic modera el ritme de creixement en haver recuperat ja les cotes d'activitat prepandèmia i per l'impacte de l'enduriment de la política monetària. En conjunt, l'impacte de les bones dades de la primera meitat de l'any domina sobre l'alentiment que projectem per a la segona i ens empeny a revisar la previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2023 a l'alça en 0,3 p. p., fins al 2,3%, malgrat que no descartem revisar aquesta previsió a la baixa en els propers mesos si el senyal dels indicadors es continua deteriorant.

El PIB va créixer en el 2T, esperonat per la demanda interna. Així, en el 2T 2023, el PIB va créixer el 0,4% intertrimestral (l'1,8% interanual), gràcies al bon comportament de la demanda interna, perquè el consum privat va truncar la tendència de contracció i va avançar un destacable 1,6% intertrimestral, empès per la moderació de les taxes d'inflació. La inversió també va registrar un avanç notable, del 4,6%, gràcies als avanços de la inversió en béns d'equipament (l'1,0% intertrimestral) i, sobretot, de la construcció (el 7,3%). Pel costat del sector exterior, les exportacions van caure amb més força que les importacions (el –4,1% i el –1,0% intertrimestral, respectivament). L'ajust en les exportacions va ser fruit d'una forta contracció de les exportacions de béns (el –5,9%), mentre que les de serveis turístics van créixer l'1,5%. Així, en termes intertrimestrals, la demanda interna va contribuir 1,8 p. p. al creixement del PIB, mentre que l'externa va restar 1,4 p. p.

Els primers indicadors disponibles per al 3T apunten a un alentiment del creixement. Així, a l'agost, l'índex PMI per al sector manufacturer va patir un greu deteriorament, a causa d'una contracció dels volums de comandes en cartera, i es va situar en els 46,5 punts, 1,3 punts per sota de la lectura del mes de juliol i molt per sota del llindar que marca creixement (50 punts). Aquesta lectura suggereix que el ritme de contracció de l'activitat industrial s'ha accelerat en relació amb els mesos anteriors. El PMI per al sector serveis també va recular de manera significativa, 3,5 punts, fins a situar-se en els 49,3, també en la zona que marca una reculada de l'activitat. Així mateix, a l'agost, l'afiliació a la Seguretat Social, en termes desestacionalitzas, va augmentar en gairebé 18.000 afiliats, un ritme inferior a una mitjana de creixement mensual propera als 52.000 afiliats en el 2T. Amb les dades del juliol i de l'agost, l'afiliació creix

Espanya: PIB i components de la demanda

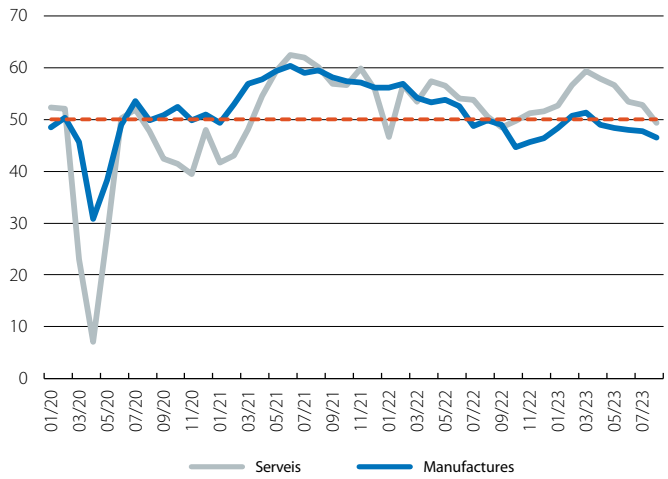
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: PMI

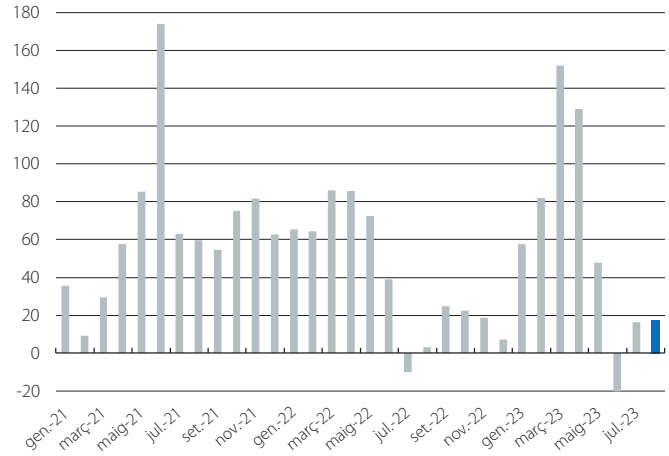
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

*Variació intermensual (milers) **



Nota: ** Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.*

a un ritme del 0,1% en relació amb la mitjana del 2T, enfront de l'avanç de l'1,4% intertrimestral registrat en el 2T.

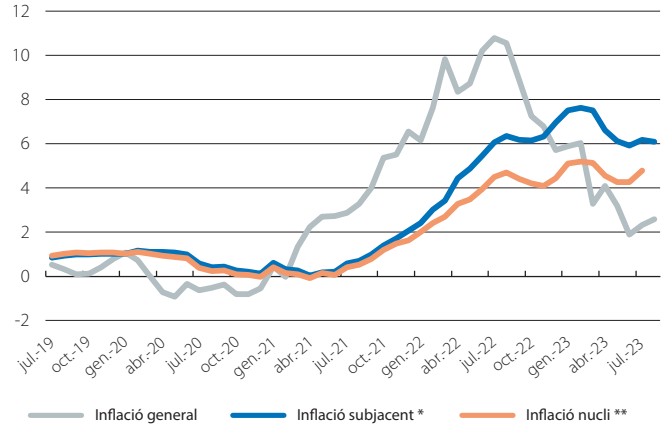
El mercat laboral espanyol va anotar uns registres excel·lents en el 2T. Segons l'EPA, l'ocupació va augmentar en 604.000 persones en el 2T 2023, el major augment trimestral de la sèrie i molt superior a l'habitual en aquest trimestre (+377.000 de mitjana el 2014-2019). En termes desestacionalitzats, l'ocupació va créixer l'1,4% intertrimestral (l'1,2% en el 1T), la taxa més alta des del 3T 2021, quan va finalitzar l'estat d'alarma per la pandèmia de COVID-19. Així mateix, la taxa d'atur va baixar del 13,3% a l'11,6%, el nivell més baix des del 2008.

La inflació a Espanya repunta a l'agost, a causa de l'alça en els preus dels carburants. La inflació general va pujar fins al 2,6% a l'agost (el 2,3% al juliol), segons l'indicador avançat de l'INE, mentre que la subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va moderar fins al 6,1% (el 6,2% al juliol). L'INE no ha publicat el detall per components, però va destacar que l'alça de la inflació general va estar determinada, principalment, per l'augment dels preus dels carburants i dels combustibles. Al juliol, mes per al qual disposem del detall per components, la inflació general es va situar en el 2,3% (l'1,9% al juny). La pujada va ser deguda a diversos factors. En primer lloc, per l'encariment dels carburants, de l'1,7% intermensual, en relació amb la davallada observada un any abans, del –2,1% intermensual. En segon lloc, la inflació nucli va repuntar fins al 4,8% (el 4,3% al juny), impulsada per un descens mensual en els preus de vestit i calçat inferior al del juliol del 2022 i per una pujada en els paquets turístics superior a la d'un any enrere. En tercer lloc, els aliments no elaborats van repuntar amb força, del 6,3% al 8,9%. També cal destacar que, en la segona meitat del 2023, els efectes de base, que durant la primera meitat de l'any han contribuït de manera substancial a reduir la inflació, seran molt més moderats o, fins i tot, jugaran lleugerament en contra.

La balança per compte corrent manté una bona tònica en la primera meitat de l'any i anota un superàvit de 18.981 milions d'euros, una xifra que contrasta amb el dèficit acumulat en els sis primers mesos del 2022 (–2.021 milions). D'una banda, el sector turístic va mostrar dades molt positives, amb un superàvit de 27.426 milions, màxim històric en un primer semestre. De l'altra, el dèficit comercial es va moderar fins als 16.420 milions (–31.963 milions fa un any), gràcies a la reducció del dèficit energètic fins als 16.705 milions, en relació amb els 25.896 milions del mateix període del 2022, i a la millora de la balança de béns no energètics, que va anotar un superàvit de 285 milions, en relació amb el dèficit de 6.069 milions de l'any passat.

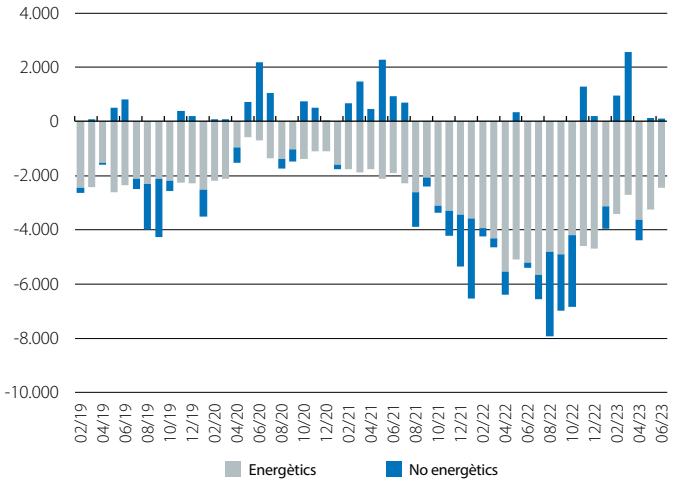
El creixement de la recaptació fiscal mostra un ritme notable però inferior al del 2022. La recaptació fiscal consolidada (sense corporacions locals) fins al maig va créixer el 7,8% interanual, per sota del 12,0% del mateix període del 2022. Mentre que els impostos directes i les cotitzacions socials avancen a bon ritme per l'augment de l'ocupació, els impostos indirectes es desacceleren per les rebaixes de l'IVA i per la moderació de la inflació.

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



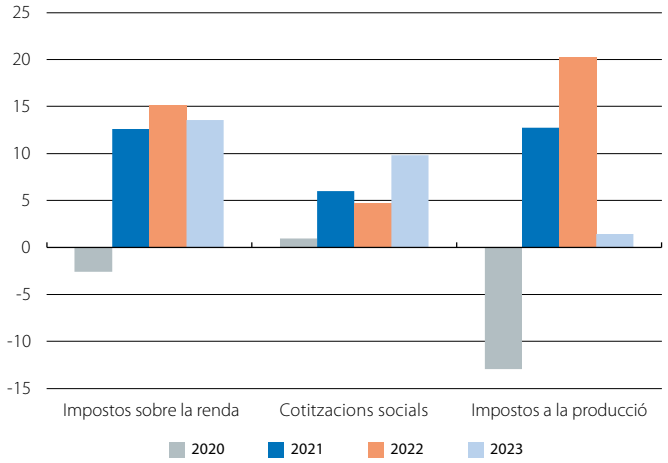
Notes: ** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia. ** La inflació nucli exclou els aliments i l'energia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: saldo comercial exterior de béns
Dades mensuals (milions d'euros)



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

*Espanya: recaptació AP consolidada **
Variació interanual de la dada acumulada fins al maig (%)



Nota: ** Excloses les corporacions locals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.*

El repunt de l'estalvi i el dinamisme de la renda bruta disponible de les llars espanyoles: què està passant?

En el 1T 2023, s'ha produït un canvi de tendència en la taxa d'estalvi de les llars espanyoles. En concret, després d'assolir un pic del 18,9% en el 1T 2021,[1] per la caiguda del consum provocada per les mesures de distància social implantades durant la ja llunyana pandèmia, havíem vist una caiguda sostinguda d'aquesta taxa fins al 7,2% del final del 2022, a causa del final de les restriccions i de l'augment de la inflació. Aquesta trajectòria descendent de l'estalvi s'ha truncat en el 1T 2023, i, en l'acumulat de l'últim any, la taxa d'estalvi ha escalat fins al 7,5%, clarament per damunt de la mitjana prepandèmia (el 6,7% en la mitjana del 2015-2019). La taxa d'estalvi segons la dada estanca registrada en el 1T de l'any ha estat la més elevada en aquest període des del 2004, llevat dels excepcionals anys de la pandèmia.[2]

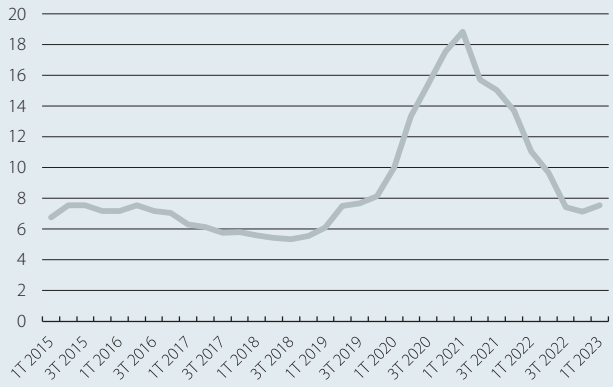
Per què s'ha produït aquest repunt de la taxa d'estalvi? Tal com veurem, els dos elements principals que expliquen aquesta dada són, d'una banda, la puixança de la renda bruta disponible, especialment intensa per a alguns segments poblacionals, i, de l'altra, la caiguda de la inflació, la conseqüència natural de la qual ha estat la moderació del creixement de la despesa nominal de les llars.

Comencem per l'evolució de la renda disponible o, el que és el mateix, dels ingressos després d'impostos que tenen les famílies espanyoles. La renda disponible va créixer un notable 10,1% interanual en el 1T 2023 (dada estanca), la taxa més elevada des del 2T 2001. Els principals factors que impulsen aquest creixement són: l'augment de la massa salarial (el +7,8% interanual), reflex de l'augment de l'ocupació i d'un major dinamisme salarial;[3] les prestacions socials (el +8,5% interanual), impulsades per la revaloració de les pensions; els ingressos dels autònoms, i les rendes de la propietat, gràcies a l'augment del pagament de dividends i altres rendes d'inversió. Tot això ha compensat l'increment dels pagaments nets per interessos, que han ascendit a 4.118 milions d'euros (augment de 1.755 milions en relació amb la dada estanca del 1T 2022).

Si mirem la renda disponible per llar, cal tenir en compte que, en l'últim any, s'han creat, en termes nets, 241.000 llars (el +1,3% interanual), en bona part pels fluxos migratoris. D'aquesta manera, la renda per llar ha crescut el 8,7% interanual en el 1T, per sota de l'augment de la renda disponible agregada (el 10,1%). Si tenim en compte el creixement de la renda disponible per llar en termes reals, observem que el ritme d'avanç es queda en el 3,5%.

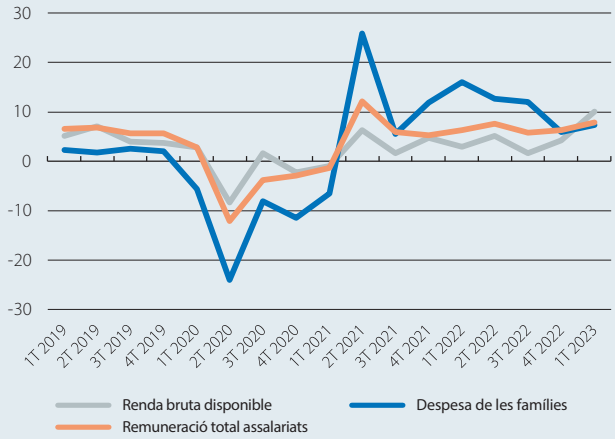
Malgrat l'embranzida dels ingressos en termes nominals, en termes reals, la renda disponible de les famílies en l'acumulat dels quatre últims trimestres se situa encara el 5% per sota dels nivells prepandèmia. Malgrat això, la moderació de la inflació permet que la renda disponible en termes reals recuperi el terreny perdut i s'aproximi de forma gradual als nivells prepandèmia.

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



Nota: *Acumulat de 4 trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

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



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

1. Estalvi en percentatge de la renda disponible en l'acumulat de quatre trimestres.
2. Si no es desestacionalitza, l'estalvi en el 1T (dada estanca) sol ser petit o negatiu per la puixança del consum durant la campanya de Reis. En el 1T 2023, l'estalvi brut ha estat de 1.900 milions d'euros, molt per damunt del que va ser tradicional en els 1T 2015-2019, en els quals va ser negatiu.
3. En el 1T 2023, l'augment del nombre d'assalariats a temps complet va ser del 2,6% interanual, la qual cosa implicaria un augment de la remuneració per empleat superior al 4,0%.

En canvi, la despesa en consum de les llars ha anat perdent força: ha crescut el 7,4% interanual en el 1T, clarament per sota de l'11,6% del conjunt del 2022. La moderació de la inflació i l'alça dels tipus d'interès explicarien la menor empenta del consum. Al mateix temps, també poden estar influint en les decisions de les llars les expectatives de moderació de l'activitat econòmica derivades de l'enduriment de la política monetària.

Clarament, també, tot i que hagi augmentat la taxa d'estalvi en l'agregat, les diferències entre llars són notables. No en va, el creixement interanual de la massa salarial (el 7,8% interanual) ha estat molt semblant en el 1T al del consum (el 7,4%). En canvi, els pensionistes han vist incrementada la pensió el 8,5% interanual, i l'augment de les rendes netes de la propietat ha beneficiat, possiblement, les llars amb rendes altes i amb menys propensió marginal a consumir.

En el conjunt de l'any, preveiem que el creixement de la renda bruta disponible se situarà al voltant del 5,0%, la qual cosa hauria de permetre que, en agregat, el consum de les llars en termes reals pugui tancar l'any en un nivell molt similar al del 2022, malgrat el difícil context marcat per l'augment dels tipus d'interès i per la inflació encara elevada.

Javier Garcia-Arenas

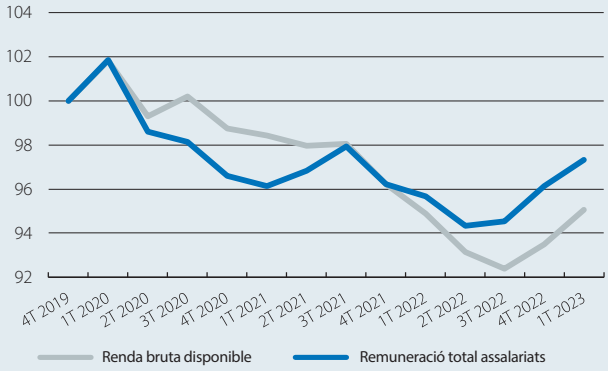
Comptes no financers de les llars

	1T 2022 (M€)	1T 2023 (M€)	Variació (%)
Remuneració total assalariats (+)	147.026	158.507	7,8
Ingressos autònoms (+)	47.886	52.966	10,6
Rendes netes propietat (+)	3.863	4.017	4,0
*Pagament net d'interessos * (–)*	*–2.363*	*–4.118*	*74,3*
Altres (dividends, altres rendes d'inversió... (+)	*6.226*	*8.135*	*30,7*
Impostos renda (–)	–28.909	–32.137	11,2
Cotitzacions socials netes (–)	–46.939	–50.170	6,9
Prestacions socials (+)	55.258	59.943	8,5
Altres (+)	5.632	9.221	96,1
RBD ** final (Comptabilitat Nacional)	183.817	202.347	10,1

Notes: ** Abans de l'assignació del SIFMI (serveis d'intermediació financera).*
*** RBD equival a renda bruta disponible.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

*Espanya: renda disponible i massa salarial de les llars en termes reals **

Índex (100 = 4T 2019)



Nota: ** Acumulat dels 4 últims trimestres.*
Font: *CaixaBank Research.*

A Espanya, es prolonga el despalanquejament de les llars i de les empreses

Un cop superada la crisi derivada de la pandèmia, que va disparar el pes del deute sobre el PIB fins a nivells màxims, les ràtios d'endeutament han recuperat la senda baixista prèvia a la COVID. En particular, al sector privat, tant empreses com famílies ja tenen uns nivells d'endeutament inferiors als d'abans de la pandèmia i molt més baixos dels que tenien en la crisi financera del 2008. Tot plegat, juntament amb el pes més gran del deute a tipus fix, els situa en una posició menys vulnerable per afrontar el repunt dels tipus d'interès.

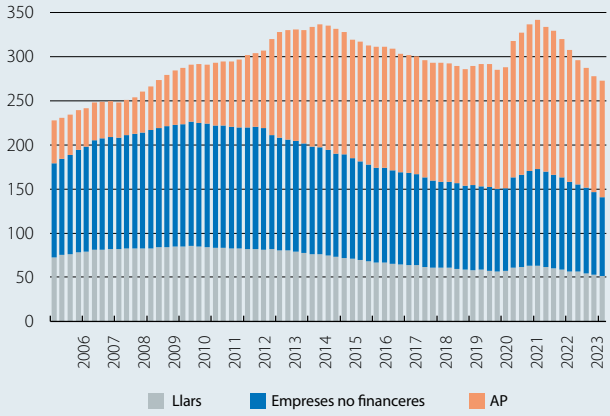
El deute total de l'economia espanyola[1] va augmentar en el 1T 2023 el 0,6% intertrimestral (21.510 milions d'euros), fins als 3,71 bilions, tot i que, en termes de PIB, a causa del fort augment del PIB nominal, es va reduir en 5,3 punts, fins al 272,8%, la ràtio més baixa des del 1T 2009. Aquest descens de l'endeutament global s'explica, exclusivament, pel comportament del sector privat no financer (famílies i empreses), ja que el deute de les Administracions públiques (AP)[2] va augmentar lleugerament fins al 131,9% del PIB, tot i que encara es troba al voltant de mínims des del 2013.

En el cas de les famílies i de les empreses, el deute es va reduir en 28.428 milions d'euros, fins a un total d'1,92 bilions, equivalents al 140,9% del PIB (el 146,6% al tancament del 2022); en termes consolidats (un cop descomptat el deute entre empreses, ja que en molts casos es tracta de tinences entre matriu i filials), el deute privat es va situar en el 121,1% (el 125,4% anterior), de manera que continua per sota del llindar fixat per la Comissió Europea en el Procediment de Desequilibris Macroeconòmics (PDM):[3] cal recular gairebé 20 anys (fins al 2T 2003) per trobar una ràtio inferior.

Tot seguit, passem a analitzar amb una mica més de detall els fluxos i els balanços financers de les famílies i de les empreses.

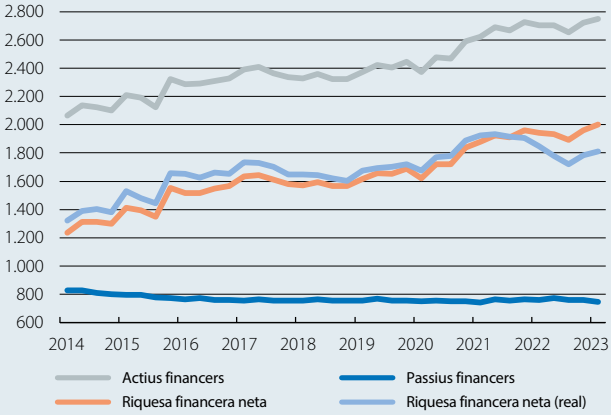
1. Deute materialitzat en valors representatius de deute i en préstecs. Així mateix, el deute del conjunt de l'economia no inclou les institucions financeres per evitar una doble comptabilització.
2. El concepte d'endeutament de les AP utilitzat als Comptes Financers és més ampli que l'utilitzat per la Comissió Europea en termes del Protocol de Dèficit Excessiu (PDE): aquest últim, que es va situar en el 1T 2023 en el 113,0% del PIB, inclou les obligacions brutes de les AP en efectiu i en dipòsits, els títols representatius de deute (computats pel seu valor nominal i no pel seu valor de mercat) i de préstecs; no inclou els passius de les AP en poder d'altres AP, els crèdits comercials i altres comptes pendents de pagament.
3. Mecanisme de supervisió que té per objecte prevenir i corregir els desequilibris macroeconòmics als països de la UE mitjançant el seguiment de 14 indicadors, els quals generen un senyal d'alerta quan se superen certs llindars; en el cas del deute privat consolidat, aquest llindar s'estableix en el 133% del PIB.

Espanya: deute dels sectors no financers
(% del PIB)



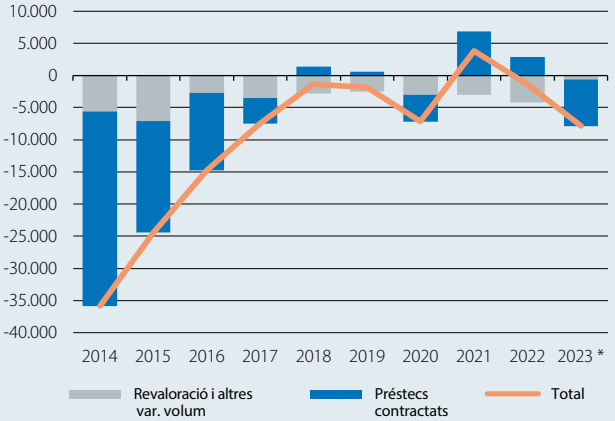
Nota: *Deute no consolidat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

Espanya: balanç financer de les llars
(Milers de milions d'euros)



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

Espanya: deute de les llars
Variació (milions d'euros)



Notes: *Deute materialitzat en préstecs. * 1T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

Les famílies destinen el major estalvi generat a amortitzar deute

Les famílies es van continuar despalanquejant en el 1T 2023, ja que van reduir el deute en 7.866 milions d'euros (el –1,1%), fins als 694.938 milions, quantitat que representa el 51,1% del PIB, 2 punts menys que en el trimestre anterior i el millor registre des del 2002. Arran de les pujades de tipus d'interès, les famílies van prolongar la tendència iniciada en la segona meitat del 2022 i van dedicar el major estalvi acumulat en el període a l'amortització neta de préstecs bancaris per import de 7.268 milions d'euros: es tracta del flux més negatiu en un 1T des del 2014, que contrasta amb la contractació positiva del 1T 2022 (443 milions) i supera la mitjana del mateix període del 2014-2019 (–4.956 milions).[4]

Pel que fa a l'adquisició neta d'actius financers per part de les llars, en el 1T 2023 va ser negativa (–5.468 milions d'euros), situació que no es donava en un primer trimestre des del 2017. Bàsicament, les llars van reduir l'efectiu (–1.442 milions d'euros *vs.* –2.719 milions de mitjana el 2014-2019) i, sobretot, els dipòsits bancaris (–20.776 milions *vs.* –941 milions); en canvi, van invertir en valors representatius de deute i en participacions en capital i en fons d'inversió (FI) 9.534 milions i 9.518 milions, respectivament.

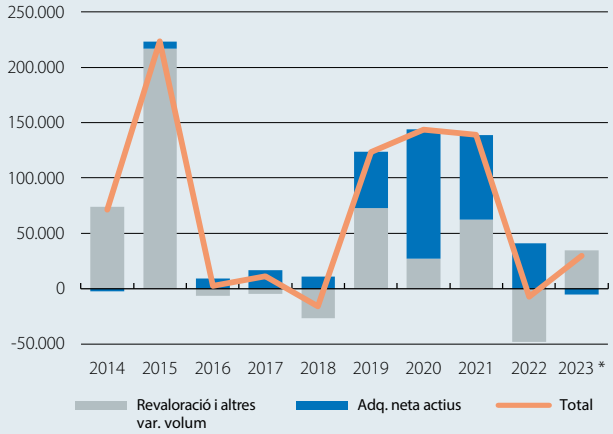
L'adquisició negativa d'actius es va veure àmpliament contrarestada per la intensa revaloració dels actius (34.897 milions d'euros), principalment per la millora de les cotitzacions de participacions en capital i en fons d'inversió, de manera que l'estoc d'actius financers bruts de les llars va créixer en 29.357 milions d'euros, fins a un total de 2,75 bilions.

Pel que fa a l'estructura de la riquesa financera de les llars, s'observa una recomposició, ja que es redueix el pes de l'efectiu i dels dipòsits i guanyen protagonisme instruments amb una major rendibilitat esperada, com les lletres del Tresor i els fons d'inversió. Així, les participacions en capital i en fons d'inversió concentren el 45,4% del total d'actius financers de les famílies, el percentatge més alt des del 2017 (el 43,0% el 2014-2019), mentre que, en canvi, la participació de l'efectiu es redueix a mínims històrics (el 2,0% *vs.* el 3,1% abans de la pandèmia). Per la seva banda, les assegurances i els fons de pensions es recuperen tímidament després d'una prolongada senda descendent, tot i que continuen a la vora de mínims des del 1999 (el 12,5%).

4. A la reculada del nou finançament que s'observa des de l'estiu passat, sobretot al segment de préstecs per a l'adquisició d'habitatge, s'afegeix un increment de les amortitzacions d'hipoteques, bàsicament de préstecs a tipus variable, el cost dels quals s'ha incrementat de forma notable. Vegeu Banc d'Espanya (2023), «Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre de 2023».

Espanya: actius financers de les llars

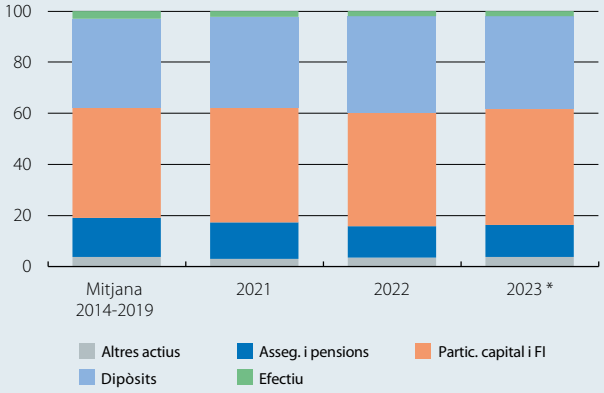
Variació (milions d'euros)



Nota: ** 1T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

Espanya: estructura de la riquesa financera de les llars

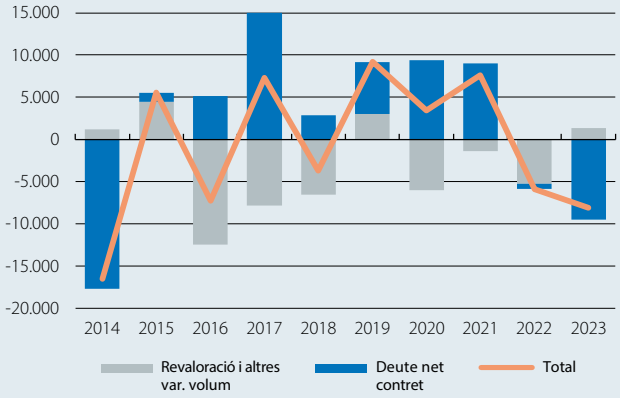
(% sobre el total)



Nota: ** 1T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

Espanya: deute consolidat de les empreses no financeres en el 1T

Variació intertrimestral (milions d'euros)



Nota: *Deute materialitzat en préstecs i en valors representatius de deute; exclòs el deute enfront del mateix sector.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

Arran de l'augment dels actius financers comentat més amunt, juntament amb la caiguda dels passius totals[5] (–11.380 milions d'euros), s'ha produït un creixement de la riquesa financera neta de les famílies de 40.736 milions en relació amb el trimestre anterior, fins a superar lleugerament els 2 bilions d'euros, nou màxim històric.

El fet que, a nivell agregat, les llars estiguin millorant la seva posició patrimonial no és incompatible amb les dificultats que travessen alguns segments, com les famílies amb deutes a tipus d'interès variable o les de rendes més baixes.[6]

L'endeutament empresarial, en mínims de 20 anys

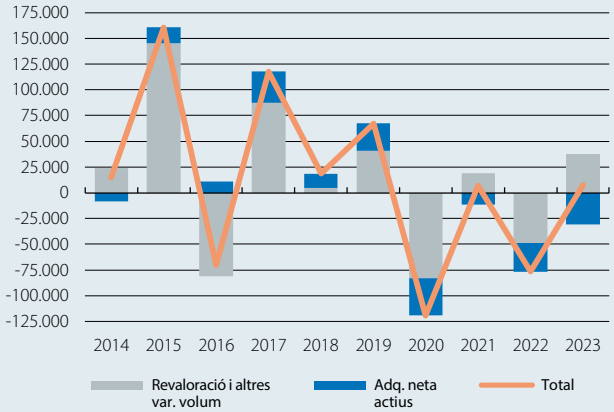
El deute net contret per les empreses no financeres (en termes consolidats) es va reduir en els tres primers mesos de l'any en 9.468 milions d'euros, la major amortització en un primer trimestre des del 2014 (–603 milions en el 1T 2022 i +2.121 milions de mitjana el 2014-2019). Si descomptem un lleuger augment dels preus dels valors emesos de renda fixa, juntament amb altres variacions en volum, el saldo de deute consolidat de les empreses es va contreure en 8.116 milions d'euros (el –0,8%), fins a un total de 952.696 milions; en termes de PIB, equival al 70%, la ràtio més baixa des del 3T 2003.

Pel que fa als actius financers de les empreses, es van incrementar lleugerament en el 1T, amb prou feines 7.181 milions d'euros (fins als 3,03 bilions), xifra que millora la d'un any abans (–76.766 milions), però que queda molt per sota de la mitjana del 2014-2019 (51.565 milions). Aquest augment del saldo d'actius s'explica totalment per la forta revaloració anotada (37.600 milions), sobretot de les accions i dels FI, ja que l'adquisició neta d'actius va ser negativa (–30.724 milions), situació habitual en els últims anys en el 1T: les societats van reduir actius materialitzats en crèdits comercials, en préstecs i, sobretot, en efectiu i dipòsits.

Sergio Díaz Valverde

Espanya: actius financers de les empreses no financeres en el 1T

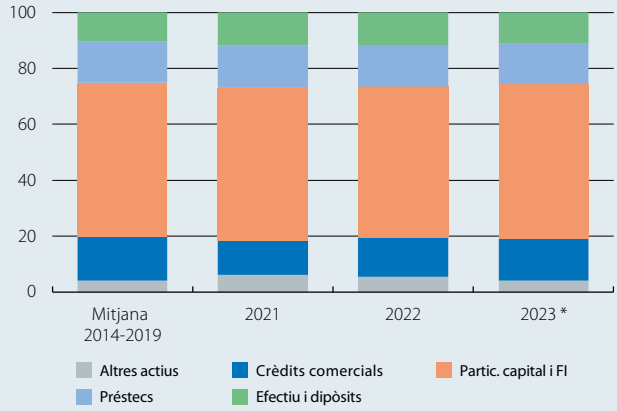
Variació intertrimestral (milions d'euros)



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

Espanya: estructura de la riquesa financera de les empreses no financeres

(% sobre el total)



Nota: ** 1T.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (Comptes Financers).*

5. A més del saldo viu dels préstecs bancaris, inclou crèdits comercials i altres comptes pendents de pagament (interessos de préstecs reportats, impostos i cotitzacions pendents de pagament).
6. Vegeu Banc d'Espanya (2023), «Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre de 2023».

Noves perspectives per al sector turístic espanyol: fortalesa i moderació

El sector turístic espanyol ha començat el 2023 amb robustesa. Durant la primera meitat de l'any, el turisme s'ha reforçat com un dels motors de l'economia espanyola i ha completat, així, la seva recuperació després de l'aturada completa del 2020, de la millora insuficient del 2021 i de l'embranzida del 2022. Els indicadors d'activitat de l'INE mostren que, el 2023, la demanda turística real –sense l'efecte dels preus– va superar la del 2019, esperonada pel fort impuls del turisme internacional. Les pernoctacions en allotjaments hotelers i extrahotelers en els set primers mesos del 2023 van superar en un 1,6% les de les mateixes dates del 2019. Aquesta dada excel·lent es consolida en la fortalesa del turisme domèstic, que va superar en un 6,7% la del 2019, i en la forta recuperació del turisme internacional, que es va situar només el 1,6% per darrere de les xifres del 2019.

Les xifres d'arribades de turistes internacionals mostren una heterogeneïtat considerable. Observem una recuperació espectacular del nombre de turistes provinents d'Amèrica: segons les dades del mes de juny, es van situar el 27% per damunt del nivell del maig del 2019. En canvi, alguns mercats més tradicionals presentaven una recuperació més modesta. En especial, el turisme procedent del Regne Unit dona símptomes de feblesa i s'ha mantingut encara el 6,9% per sota dels nivells del 2019 en els sis primers mesos del 2023.

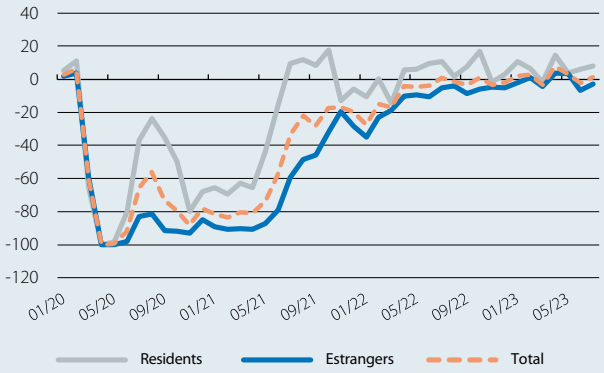
Aquestes bones xifres de demanda real s'han donat, a més a més, en un entorn de forta alça dels preus. Així, segons les dades de l'IPC del juliol, el component de preus de l'hoteleria i el turisme ha acumulat una alça del 17,8% des del juliol del 2019 fins al juliol del 2023. D'aquesta manera, la despesa turística s'ha vist doblement esperonada, de forma que la despesa dels turistes internacionals en els sis primers mesos de l'any va assolir un increment del 14,2% en relació amb el mateix període del 2019.

Perspectives a curt termini per a la temporada alta del 2023

Els indicadors d'interès per viatjar a Espanya, que ens ajuden a avançar les tendències durant la temporada alta, reflecteixen la complexitat de la situació macroeconòmica internacional. L'interès per viatjar a Espanya va caure amb força al Regne Unit al juny i es va situar el 12,5% per sota del nivell de referència. El mal funcionament macroeconòmic del país, la forta pujada de tipus i la feblesa de la lliura esterlina són un fort condicionant per al turisme britànic. Addicionalment, les dades d'altres destinacions competidores, com Turquia, Grècia i Portugal, apunten al fet que són més competitives a l'hora de captar la demanda britànica, la qual cosa representa un fre addicional.

Espanya: pernoctacions turístiques

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



Nota: *Pernoctacions en establiments hotelers, en apartaments turístics, en agroturismes i en càmpings.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

En canvi, l'interès dels turistes de la UE per viatjar a Espanya resisteix de manera notable i, en els set primers mesos del 2023, s'ha situat el 6,7% per damunt del nivell de referència. En desagregar les xifres de la UE per països, destaca, sobretot, el fort interès per viatjar a Espanya d'alemanys i d'holandesos, amb registres el 9,5% i el 8,4%, respectivament, per damunt de la referència. Els indicadors relatius a França i, sobretot, a Itàlia mostren més feblesa i acusen una situació macroeconòmica fràgil.

Per part dels turistes dels EUA, observem una normalització de l'interès per viatjar a Espanya fins als nivells prepandèmia, la qual cosa avança molt bones xifres d'arribades per a l'estiu. Aquest indicador també apunta a un fort creixement de l'interès per viatjar a Espanya des del Japó, ja que s'ha situat el 16,7% per damunt del període de referència. Aquestes dades són coherents amb les fortes pujades del turisme provinent de les Amèriques i d'Àsia observades en els últims mesos.

Desacceleració per al final del 2023 i al llarg del 2024

Malgrat que el turisme és, en l'actualitat, un dels motors de l'economia espanyola, és probable que, en els propers trimestres, guanyin rellevància diversos factors que moderaran de manera significativa el creixement del sector turístic:

- El complicat panorama macroeconòmic als països d'origen de turistes internacionals: malgrat la forta inèrcia de la demanda turística, esperem que la caiguda acumulada dels salaris reals el 2022 i l'enduriment de les condicions financeres limitin la capacitat de creixement dels turistes europeus de cara al 2024, quelcom que ja observem en el turisme britànic.

- La reactivació de les destinacions més llunyanes per al turista europeu i espanyol: segons les dades de pagaments de targetes de CaixaBank a l'estranger, la despesa turística dels espanyols a l'estranger se situa encara lluny dels nivells del 2019 (en especial per a les destinacions llunyanes), i esperem veure una recuperació en els propers trimestres, atès que la mobilitat internacional dels espanyols hauria de tendir a normalitzar-se.
- La competència de destinacions més econòmiques: els principals mercats competidors d'Espanya al Mediterrani es mostren molt competitius en l'entorn actual d'inflació elevada i de caigudes dels salaris reals. Destaquen els casos de Turquia i del Marroc, dos competidors amb nivells de preus molt competitius.

Previsions de CaixaBank Research per al sector turístic a Espanya

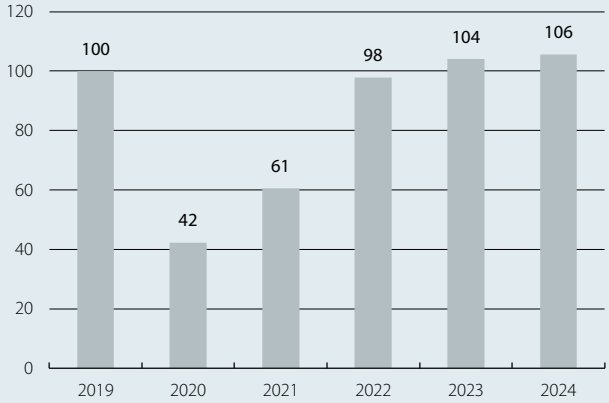
Malgrat el menor ritme d'avanç, el repàs dels indicadors claus del sector ens deixa un escenari encara relativament positiu per al 2023, per al qual augurem un creixement considerable. Preveiem que els vents de cara entraran en acció, sobretot, cap al final del 2023 i durant el 2024, any per al qual esperem un creixement del PIB turístic més moderat, principalment a causa dels tres factors enumerats més amunt. Malgrat tot, el sector turístic continuarà gaudint d'algunes palanques de creixement, com la recuperació dels mercats de llarga distància (esperem molt bones xifres de les Amèriques i una recuperació del mercat asiàtic) o la resiliència de la demanda turística europea a Espanya gràcies a l'elevada competitivitat de la destinació.

Tenint en compte la robusta situació actual, els factors en contra assenyalats i les palanques de creixement encara disponibles, la nostra previsió del PIB turístic és que, en termes reals, el 2023 s'assolirà un creixement del 6,5% anual, de manera que se situarà el 4,1% per damunt del nivell del 2019. Per al 2024, preveiem un creixement més moderat, de l'1,5%, la qual cosa situarà el PIB turístic el 5,7% per damunt del nivell del 2019.

Per país d'origen, esperem que la demanda domèstica creixi el 0,4% el 2023 i mostri ja un marge menor de creixement en relació amb el 2022 –quan ja va recuperar els nivells del 2019. Per la seva banda, preveiem que les arribades internacionals creixeran l'11% i, per primer any des de l'inici de la pandèmia, recuperaran els nivells del 2019. De cara al 2024, esperem que el turisme internacional sigui el principal motor de creixement del sector, amb el suport de la recuperació del turisme de llarga distància.

David Cesar Heymann i Javier Ibáñez de Aldecoa

Espanya: PIB turístic real
Índex (100 = 2019)



Nota: *Previsions a partir del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,8	4,7	0,8	1,4	–1,6	–3,0	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	–5,1	–5,3	–4,4	–5,3	–8,7	–9,6	–6,5
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	49,2	45,6	50,1	48,5	48,0	47,8	46,5
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	8,8	2,6	–1,8	–	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	28,9	22,9	17,2	10,0	3,3	1,0	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	7,4	7,6	5,5	3,5	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,8	208,8	129,8	90,7	40,6	40,6	31,5	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	51,0	50,8	56,3	56,0	53,4	52,8	...
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	0,2	1,9	6,7	6,1	6,5	7,3	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	3,1	2,6	45,5	9,9	13,3	10,7	7,8
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–32,9	–28,1	–22,7	–18,9	–16,2	–11,6	–14,8
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	2,6	1,4	1,8	2,9	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	12,7	12,9	13,3	11,6	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	3,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,7	...
PIB	**5,5**	**5,5**	**4,9**	**3,0**	**4,2**	**1,8**	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	3,1	8,4	10,1	6,6	5,1	3,1	1,9	2,3	2,6
Subjacent	0,8	5,1	6,2	6,5	7,6	6,2	5,9	6,2	6,1

Sector exterior

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	23,3	22,9	20,5	12,3	12,3	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	38,1	33,4	24,0	10,7	10,7	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**7,3**	**6,1**	**7,3**	**21,5**	**28,3**	**28,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	17,9	18,5	14,4	18,5	34,1	44,6	44,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–11,2	–8,3	–11,2	–12,6	–16,4	–16,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**19,2**	**18,0**	**19,2**	**35,1**	**41,9**	**41,9**	**...**	**...**

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,3	3,8	1,7	0,4	0,3	...	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	8,2	5,0	0,3	–4,0	–5,1	–6,6	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–19,2	–7,3	7,7	40,1	53,2	63,4	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	6,6	–3,2	7,4	6,8	6,0	12,3	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,7**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	1,3	0,5	–0,9	–2,2	–2,4	–3,0	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	2,4	0,9	–1,0	–2,7	–3,1	–3,9	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,1	0,2	–1,2	–2,4	–2,7	–3,3	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,9	–0,1	–0,1	–0,4	0,2	0,1	...
Administracions públiques	15,3	0,2	–3,5	–1,1	–0,2	–3,3	–2,1	–5,1	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–2,4**	**–3,2**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**3,8**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**...**	**...**

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

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

Després d'una arrencada d'any forta, l'economia portuguesa va perdent embranzida

El PIB es va estancar en el 2T, a causa de l'empitjorament de la demanda externa després del fort creixement anotat en el trimestre anterior, mentre que el funcionament de la demanda interna va millorar, gràcies, en especial, al millor to del consum de les llars.

Les últimes dades del 3T ja mostren senyals mixtos, tot i que amb un to de desaceleració. D'una banda, la facturació del comerç al detall i les vendes de vehicles continuen fortes, amb creixements del 3,6% i del 9,6% interanual al juliol, respectivament, i les pernoctacions turístiques continuen superant les del 2022. De l'altra, l'indicador diari d'activitat apunta a un creixement interanual molt modest a l'agost i l'indicador de clima econòmic cau 1 dècima en relació amb el juliol. En l'àmbit dels preus, la inflació preliminar de l'agost va tornar a repuntar fins al 3,7% (per l'augment de l'energia i dels aliments no elaborats), tot i que el component subjacent manté la senda descendent.

Bon to del mercat laboral en el 2T, però les dades recents mostren riscos. La taxa d'atur va disminuir del 7,2% al 6,1% i la població ocupada va assolir el nivell més alt des del 2T 2009 (el +1,6% interanual). Així i tot, hi ha alguns senyals d'advertiment, com l'augment de l'ocupació precària, que explica gairebé el 80% de l'increment interanual de l'ocupació assalariada, i l'atur registrat, que, al juliol, va créixer el 2,5% interanual. A més a més, cal destacar el nombre històricament elevat de treballadors acomiadats i l'augment dels acomiadaments col·lectius i de les sol·licituds de prestacions per atur al juliol.

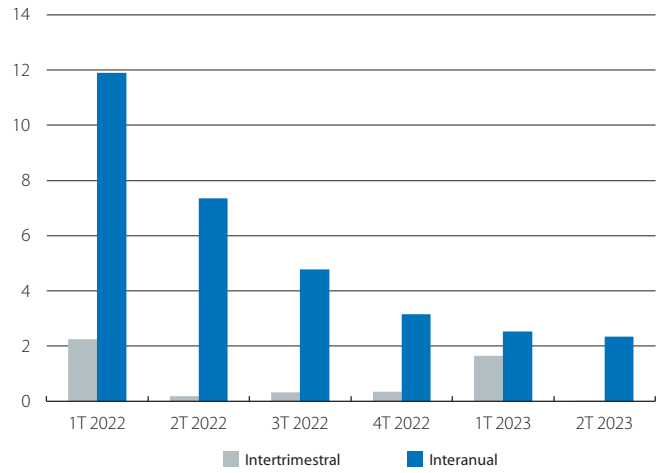
Els comptes públics es mantenen en terreny positiu per setè mes consecutiu. El superàvit pressupostari acumulat fins al juliol va ser de l'1,4% del PIB, amb un augment interanual dels ingressos del 8,6% i de les despeses del 5,9%. Els principals impulsors d'aquests increments han estat l'augment dels ingressos tributaris en el primer cas i l'avanç de les transferències corrents (arran de l'actualització de les pensions i del creixement del nombre de pensionistes) i de les despeses de personal en el segon.

Superàvit exterior en el primer semestre. Fins al juny, el superàvit enfront de l'exterior va ascendir a 2.115 milions d'euros, xifra que contrasta amb el dèficit de 2.919 milions del 2022. Aquest comportament és degut a diversos factors: (i) la important reducció del dèficit de la balança energètica, gràcies tant a la normalització dels preus com a la reducció de les quantitats de combustibles importats; (ii) la notable millora del superàvit de la balança turística, i (iii) l'augment del superàvit del compte de capital en relació amb el 2022, gràcies als fons comunitaris per donar suport a la inversió.

El sector immobiliari s'alenteix de forma moderada. Els preus pugen, però sense l'exuberància del passat, i la desaceleració del mercat es fa visible pel costat de la demanda. Així, els preus de l'habitatge van augmentar l'1,8% en el 2T 2023, el menor avanç trimestral en dos anys. Continuem apostant per un aterratge suau dels preus el 2023, amb el suport de les dades sòlides del 1T, de la fortalesa del mercat laboral i d'una oferta immobiliària limitada.

Portugal: PIB real

Variació (%)



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

Portugal: indicadors del mercat de treball

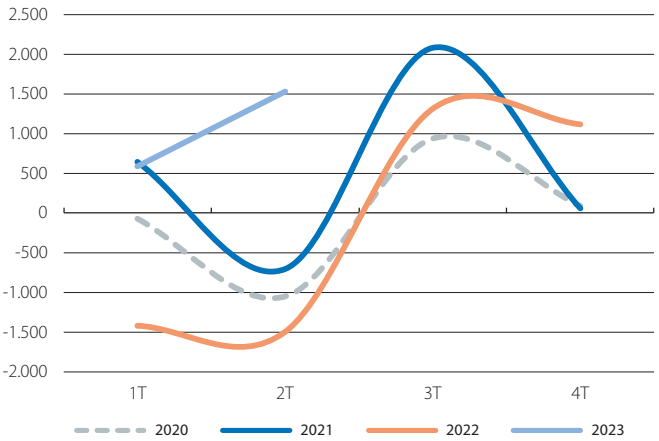
(Milers de persones, llevat que s'indiqui el contrari)

	Mitjana del mes de juliol dels 5 anys previs a la pandèmia	Juliol 2023	Juliol 2022	Variació interanual (%/p. p.)
Ocupació (INE)	4.570	4.933	4.882	1,0
Atur (INE)	469	330	310	6,4
Taxa d'atur (%)	9,4	6,3	6,0	0,3
Atur registrat	415	284	277	2,5
Ofertes d'ocupació (milers d'ofertes)	21,0	16,6	21,4	–22,7
Ocupació registrada a la S. S.	3.378	4.136	3.993	3,6
Acomiadaments (nombre de persones)	609	4.031	2.981	35,2
Beneficiaris del subsidi d'atur	206	168	160	4,9
Acomiadaments col·lectius *	2,1	1,9	1,5	22,6

Nota: ** Les dades d'acomiadaments col·lectius fan referència al resultat acumulat de l'any fins al juny.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Banc de Portugal, de l'IEFP i de la Seguretat Social de Portugal.*

Portugal: saldo trimestral de la balança corrent i de capital

(Milions d'euros)



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

Sector immobiliari portuguès: desaceleració *ma non troppo*

El mercat immobiliari portuguès es va començar a desaccelerar durant la segona meitat del 2022 al compàs del canvi de rumb de la política monetària. Malgrat que el BCE ha augmentat les taxes de referència en 425 p. b. entre el juliol del 2022 i el juliol del 2023, la desaceleració del sector immobiliari portuguès és més suau del que es preveia, si més no pel que fa al preu de l'habitatge, i això ens ha empès a millorar la previsió de creixement per al 2023. No obstant això, de cara als propers trimestres, continuem esperant una desaceleració significativa al mercat immobiliari portuguès.

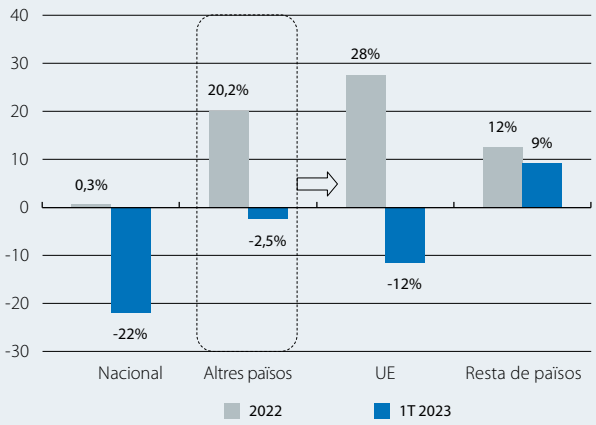
Les compravendes d'habitatge han disminuït de forma notable

El nombre de transaccions d'habitatge va recular el 9% interanual en l'acumulat de quatre trimestres fins al 1T 2023, amb una major disminució en els habitatges usats (el –10,9%) en relació amb els nous (el +0,1%). Malgrat que les compravendes han caigut en relació amb els registres rècord del 2022 (167.900), encara són el 3% més altes que les registrades el 2019 (154.800). No obstant això, si observem exclusivament les dades del 1T 2023, les compravendes durant aquest període (34.400) van disminuir el 20,8% en relació amb el mateix període del 2022, amb caigudes tant en els habitatges usats com en els nous (el –23,4% i el –8,3%, respectivament). De fet, hem de recular a un període fortament afectat per la pandèmia (2T 2020) per trobar un valor trimestral de vendes inferior al del 1T d'enguany: 26.300.

Pel que fa al domicili fiscal del comprador, les compres realitzades per persones amb domicili fiscal fora del país (principalment estrangers) resisteixen considerablement millor que les adquisicions de persones amb domicili fiscal en territori nacional (principalment portuguesos). En concret, el nombre de compres realitzades per estrangers només va disminuir el 2,5% interanual en el 1T 2023, en relació amb la caiguda del 22% en les compres d'habitatges per part de portuguesos. És important destacar que aquest tarannà resistent de les vendes a estrangers es dona, fins i tot, després del fort creixement del 2022 (el 20,2%) i després de l'augment de les restriccions d'accés als visats d'or (Golden Visa) a través de la compra de propietats residencials. Fins i tot entre les adquisicions realitzades per estrangers, les realitzades per ciutadans no pertanyents a la UE van continuar augmentant en el 1T 2023 (el +9% interanual). Malgrat aquest comportament, les adquisicions d'habitatges per part de persones amb domicili fiscal fora de Portugal representen només el 7,2% del total de transaccions (és a dir, 2.492 unitats en el 1T 2023).

Portugal: compres d'habitatges per domicili fiscal del comprador

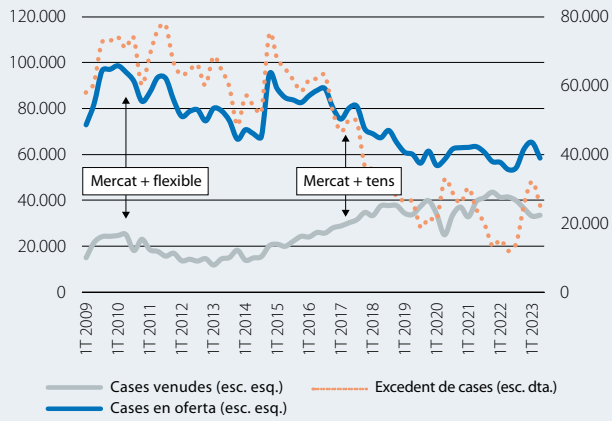
Variació interanual (%)



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

Portugal: venda vs. oferta de cases i excedent

(Nombre de cases) *(Nombre de cases)*



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

L'oferta d'habitatge

Tenint en compte l'evolució demogràfica, l'oferta d'habitatge per satisfer les necessitats de residència continua sent limitada. El nombre de noves llicències de construcció per a habitatges residencials el 2022 va ascendir a 15.207, una xifra molt inferior a la creació neta de llars anual mitjana el 2021-2022 (34.000).[1] Aquest dinamisme en la formació de llars també reflecteix fluxos migratoris significatius; des del 2017, s'ha registrat un saldo migratori positiu, que va assolir les 86.900 persones el 2022. En efecte, el 2022, la població estrangera resident a Portugal va augmentar per setè any consecutiu i va arribar a les 757.000 persones. Una altra manera de reflectir aquesta

1. En comparació, la creació neta de llars abans de la pandèmia va ser d'unes 17.000 llars per any de mitjana en el període 2015-2019.

falta d'oferta d'habitatge és mitjançant la relació entre habitatges venuts i habitatges en oferta a cada moment del temps (vegeu el segon gràfic, que inclou tant les cases noves com les usades). L'excés d'habitatge fa referència a la diferència entre els habitatges en oferta i els habitatges venuts: com més baix sigui aquest excés, menor serà la disponibilitat d'opcions d'habitatge per als qui desitgin comprar, la qual cosa exerceix més pressió a l'alça sobre els preus de les propietats. Com es pot observar, aquest excés presenta una tendència clarament decreixent i intensificada a partir del 2015. Un altre factor limitant de l'oferta són els elevats costos de construcció residencial. Malgrat que, el 2023, ja s'ha observat una moderació gradual en els costos de construcció, en els 12 últims mesos fins al maig, l'augment dels costos va ser del 9,6%.

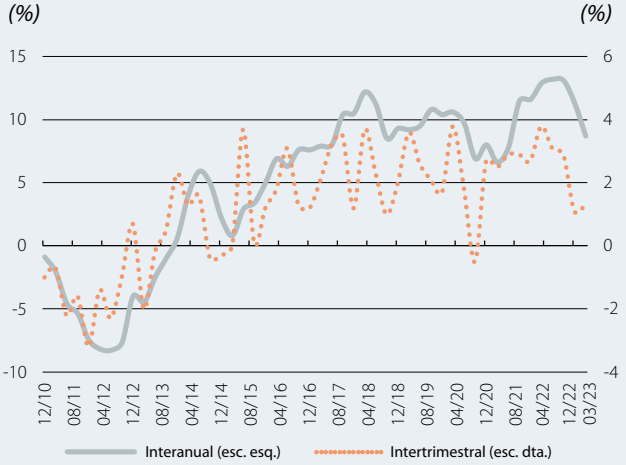
Els preus de l'habitatge resisteixen en un entorn difícil

El 2023, hem observat una desacceleració en el ritme d'augment del preu de l'habitatge. Segons l'índex de l'INE (vegeu el tercer gràfic), el ritme de creixement interanual va ser superior al 10% durant sis trimestres consecutius i es va reduir al 8,7% en el 1T 2023. Des d'una perspectiva més regional, veiem que, a l'àrea metropolitana de Lisboa i a l'Algarve, va ser on el valor mitjà de les vendes va augmentar més en el 1T 2023 en relació amb el final del 2022 (el +5,5% i el +7,1%, respectivament). Això és degut, en part, al fet que aquestes regions tenen una major proporció de compradors estrangers. A l'índex elaborat per Confidencial Imobiliário (que disposa de dades mensuals), també és evident una desacceleració en el creixement dels preus, més intensa en el 2T de l'any. De fet, en aquest índex, els preus de venda dels habitatges van augmentar l'1,8% en aquest trimestre en relació amb el trimestre anterior i van registrar la menor variació intertrimestral en dos anys. Hem de recular fins al 1T 2021 per trobar una variació intertrimestral menys sòlida.

Actualització de la previsió del preu de l'habitatge

És important recordar que existeix un desfasament temporal entre l'acció de la política monetària i el seu impacte sobre l'economia. En el cas del mercat immobiliari, aquest impacte es produeix a través de dos canals. D'una banda, el major cost de finançament desanima una part dels possibles compradors amb menys capacitat per accedir al crèdit, la qual cosa els porta a buscar habitatges necessàriament més barats. De l'altra, l'actualització dels índexs en els préstecs vius a taxa variable es produeix de forma gradual al llarg del temps, de manera que l'esforç percebut pels prestataris (i una eventual decisió de vendre l'habitatge) també és progressiu. El segon semestre de l'any serà important per percebre l'impacte de l'augment de les taxes d'interès sobre aquest mercat.

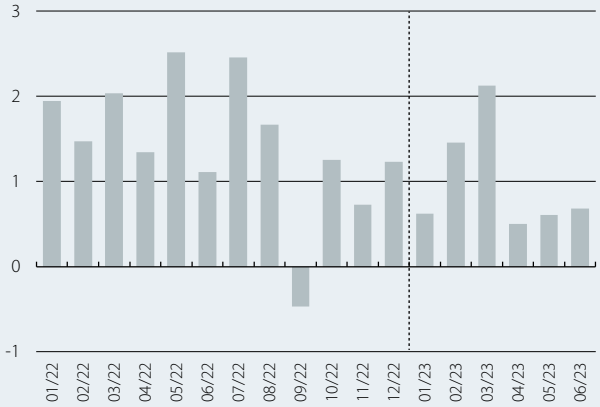
Portugal: índex de preus de l'habitatge



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

Portugal: índex de preus residencials

Variació mensual (%)



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

Malgrat això, al juliol, hem revisat a l'alça la nostra previsió de creixement del preu de l'habitatge per al 2023 fins al 4%.[2] En aquesta revisió, hem tingut en compte la dada sòlida de la variació del 1T (el +1,3%). La resiliència de la demanda, l'escassetat d'oferta de cases noves i els elevats costos de construcció continuaran donant suport al preu de l'habitatge, fins i tot en un context de fort augment dels tipus d'interès. A més a més, el mercat laboral, amb un atur baix, actua com a xarxa de seguretat per als crèdits hipotecaris, la qual cosa limita els incompliments, les vendes forçades i els ajustos a la baixa en els preus.

De cara al 2024, la nostra perspectiva no és tan optimista: anticipem una disminució de preus del 2,1%. Un dels principals suports per a la nostra visió es relaciona amb la forta desacceleració de la demanda. Enguany, preveiem que el nombre de vendes serà més baix que el 2022 en més del 20% i que aquest nivell es prolongarà fins al 2024. Caigu-

2. La nostra previsió es realitza per a l'índex de l'INE, l'IPH (índex de preus de l'habitatge).

des en la demanda de dos dígits i de manera prolongada en el temps són compatibles amb ajustos en el preu, com hem observat en altres mercats de països desenvolupats.[3]

Les particularitats del mercat portuguès, que hem especificat en aquest article, fan que esperem un ajust més moderat. Per tant, considerem poc probable una correcció pronunciada com la del període 2011-2013, quan es va brindar assistència financera al país i l'endeutament de les famílies era major.

Tiago Belejo Correia

3. Vegeu les parts I i II del Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària», a l'IM04/2023.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Índex coincident d'activitat	3,4	5,8	5,2	4,4	4,5	5,0	5,2	...	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	1,8	–0,3	1,0	–5,2	–3,7	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–4,8	–6,3	–5,0	–5,6	–7,7	–8,9	–9,6
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	6,2	–3,2	13,5	8,7	–70,4	0,7	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	1,3	–2,8	–16,0	–20,8	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	13,8	15,8	13,6	12,9	9,1	7,9	7,6	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,9	244,8	158,9	117,2	52,6	52,6	38,5	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,1	16,9	9,9	11,1	13,4	11,7	8,2	6,3
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	3,3	0,0	1,7	3,0	3,8	3,4	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	4,1	2,9	2,2	3,0	4,4	4,9	...	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–31,8	–37,0	–35,1	–29,4	–26,8	–23,7	–21,9
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	1,1	0,5	0,5	1,6	1,3	1,0	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	5,8	6,5	7,2	6,1	6,3	6,3	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**4,8**	**3,2**	**2,5**	**2,3**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
General	1,3	7,8	9,1	9,9	8,0	4,4	3,4	3,1	3,7
Subjacent	0,8	5,6	6,5	7,2	7,1	5,7	5,3	4,7	4,5

Sector exterior

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,2	23,0	23,2	21,6	11,7	11,7	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,7	35,5	31,7	24,4	12,6	12,6	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–2,8**	**–3,8**	**–2,8**	**–1,2**	**1,5**	**1,5**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,7	–5,0	–4,7	–2,8	–0,3	–0,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,9	1,3	1,9	1,6	1,9	1,9	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–0,5**	**–1,5**	**–0,5**	**1,5**	**4,5**	**4,5**	**...**	**...**

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	06/23	07/23	08/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	7,8	6,4	0,5	–2,1	–2,1	–2,3	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	11,2	7,3	–3,1	–9,0	–9,0	–9,6	...
A termini i preavís	1,2	5,2	3,3	5,2	5,4	7,5	7,5	8,0	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	–0,1	12,4	11,1	1,4	1,4	6,5	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**7,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**–2,0**	**–2,0**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,8	2,3	1,8	0,0	–1,2	–1,2	–1,4	...
Empreses no financeres	2,2	–0,4	0,1	–0,4	–2,1	–3,6	–3,6	–3,6	...
Llars - habitatges	3,3	3,2	3,8	3,2	1,5	0,1	0,1	–0,3	...
Llars - altres finalitats	3,0	2,9	3,3	2,9	0,0	0,4	0,4	0,4	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–1,5	–2,7	–2,0	0,6	0,6	–3,0	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**2,2**	**1,7**	**–0,1**	**–1,2**	**–1,2**	**–1,5**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**...**	**–**	**–**	**–**

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

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

Et recomanem:

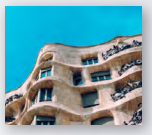
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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

Monitor de consum

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

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 Indústria manufacturera 2023

Després d'esquivar els pitjors escenaris de caiguda de l'activitat, la indústria manufacturera espanyola s'enfronta a reptes nous: l'impacte de la pujada tipus d'interès, els efectes dels problemes d'abastament de determinats subministraments i l'encariment dels costos de producció.

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.

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