IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 482 | OCTUBRE 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
Nou escenari: perspectives per a les economies i per als mercats internacionals

Una primera valoració de la vulnerabilitat externa dels emergents

ECONOMIA INTERNACIONAL
EUA: la recessió que mai no arriba

Canvi de marxa a l'economia xinesa: canals de contagi i implicacions globals

Quo vadis, globalització? (parts I i II)

ECONOMIA ESPANYOLA

Nou escenari macroeconòmic: el creixement econòmic a Espanya es modera

Productivitat a Espanya: molt camí per recórrer

El sector agroalimentari espanyol s'obre pas en una conjuntura adversa

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 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:
4 d'octubre de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Nou escenari: perspectives per a les economies i per als mercats internacionals*

11 *Una primera valoració de la vulnerabilitat externa dels emergents*
Rita Sánchez Soliva i Beatriz Villafranca

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *EUA: la recessió que mai no arriba*
Ricard Murillo Gili

18 *Canvi de marxa a l'economia xinesa: canals de contagi i implicacions globals*
Luís Pinheiro de Matos

20 Quo vadis, *globalització? (part I): el llarg alentiment*
David del Val Gómez

22 Quo vadis, *globalització? (part II): la fragmentació de l'economia mundial*
David del Val Gómez

26 ECONOMIA ESPANYOLA

28 *Nou escenari macroeconòmic: el creixement econòmic a Espanya es modera*
Oriol Carreras

30 *Productivitat a Espanya: molt camí per recórrer*
Javier Garcia-Arenas

32 *El sector agroalimentari espanyol s'obre pas en una conjuntura adversa*
Judit Montoriol i Sergio Díaz

34 ECONOMIA PORTUGUESA

La resistència de l'economia espanyola davant un entorn advers

L'economia espanyola, així com el conjunt d'economies desenvolupades, es continua movent en un entorn extremadament complex. L'activitat econòmica es veu condicionada per múltiples xocs, d'elevada magnitud i molt poc habituals, de manera que la seva evolució és difícil de preveure. Alguns d'aquests xocs es troben en fase ascendent, mentre que sembla que uns altres ja van a menys. A més a més, afecten de manera molt diferent uns sectors i uns altres.

D'una banda, els efectes de la pandèmia, com les disrupcions en el comerç global o les limitacions a la mobilitat internacional, gairebé s'han esvaït. En canvi, les pressions inflacionistes subjacents comencen a dibuixar una gradual trajectòria descendent, mentre que l'impacte de l'augment dels tipus d'interès ja es nota, però probablement encara ha d'assolir el punt àlgid. De l'altra, l'execució dels fons europeus NGEU ajuda a esmorteir parcialment aquests xocs, tot i que el ritme d'execució està sent inferior al previst inicialment i el seu impacte a curt i a mitjà termini és difícil de valorar.

L'entorn, no hi ha dubte, és complex i globalment advers. No obstant això, l'economia espanyola el va esquivar millor del que s'esperava durant la primera meitat de l'any. Va mantenir un creixement gens menyspreable i, sobretot, va sorprendre en accelerar el ritme de creació d'ocupació. L'última revisió de les sèries històriques de l'INE ha reafirmat aquesta valoració positiva, amb xifres que són una mica millors del que s'havia estimat inicialment. Això ens empeny a revisar lleugerament a l'alça el creixement previst per al conjunt de l'any, fins al 2,4%.

No obstant això, els indicadors disponibles per al segon semestre estan canviant de to. L'impacte de l'entorn advers finalment es comença a notar. En aquest sentit, els senyals són múltiples. Des del menor ritme de creació d'ocupació al deteriorament de la confiança empresarial o a la menor embranzida del consum de les llars. Però és igualment important assenyalar que el ritme d'avanç, malgrat que s'ha afeblit, continua sent positiu fins avui.

Tot fa pensar que aquesta feblesa perdurarà durant el tram final de l'any i els primers compassos del 2024, però sense provocar una situació recessiva. El primer pas perquè l'economia espanyola comenci a recuperar una certa embranzida vindrà condicionat pel curs de la inflació i es podrà fer quan hi hagi senyals convincents que les pressions subjacents s'esvaeixen, tant a Espanya com al conjunt de la zona de l'euro. El següent pas l'haurà de fer el BCE, quan reculli el guant i comenci a permetre una distensió de les condicions financeres. Esperem que tot plegat passi durant la segona meitat de l'any vinent. Una mica més tard del que s'havia previst inicialment, de manera que hem revisat lleugerament a la baixa les previsions de creixement del PIB espanyol per al 2024, fins a l'1,4%, una xifra molt condicionada per l'efecte arrossegament derivat de la feblesa del tram final d'enguany.

Atès que l'entorn és molt complex, la incertesa que envolta aquesta previsió és elevada. Pel que fa a la inflació, els riscos que sigui més alta del que es preveu han augmentat a causa de la sequera, que pressiona a l'alça el preu de diversos aliments, i també del repunt del preu del petroli. Si persisteixen aquestes tensions, la millora de l'activitat econòmica trigarà més a arribar. No obstant això, en sentit oposat, cal remarcar que les últimes dades publicades per l'INE sobre la renda de les llars i sobre els seus estalvis han estat millors del que s'esperava. El fort repunt de la taxa d'estalvi que es va produir en el 2T 2023 és especialment destacable per la seva magnitud –puja fins al 10,2% de la renda bruta disponible de les llars (1,7 p. p. per damunt de la dada del 1T)– i perquè es produeix en un moment de creixement elevat de la renda de les llars, del 12,2% interanual. Això situa el conjunt de les llars en una posició financera menys tensionada del que s'esperava, de manera que el consum podria tenir un comportament una mica més dinàmic del que actualment contempla el nostre escenari.

El camí que agafi la política fiscal també serà clau. Ara que les condicions financeres són més exigents, la sensibilitat dels inversors a la posició fiscal de cada país podria augmentar. L'entrada en vigor de les noves regles fiscals europees l'any vinent també podria fer que la salut de les finances públiques torni a centrar les mirades. Ara com ara, la prima de risc espanyola es manté estable al voltant dels 110 p. b. En canvi, en els últims mesos, la prima de risc italiana ha augmentat gairebé 50 p. b., mentre que la portuguesa ha iniciat el camí oposat i ha disminuït 25 p. b. des del començament de l'any. Aquests canvis no solament penalitzen o beneficien els tresors de cada país. Els tipus d'interès del deute públic també influeixen de manera molt important en les condicions a les quals es poden finançar les seves empreses. En el context actual, agafar un camí o un altre és especialment rellevant.

Oriol Aspachs
Octubre 2023

Cronologia

SETEMBRE 2023

14 El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%.

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.

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.

Agenda

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 de 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.

NOVEMBRE 2023

3 Espanya: producció industrial (setembre).
Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
8 Portugal: ocupació (3T).
9 Portugal: comerç internacional (setembre).
14 Portugal: cost laboral (3T).
15 Japó: PIB (3T).
17 Espanya: *rating* Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
24 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
28 Portugal: crèdits i dipòsits (octubre).
29 Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
30 Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (novembre).

Tipus d'interès més alts durant més temps

Les últimes setmanes del tercer trimestre de l'any van confirmar la desacceleració asimètrica de l'economia mundial, amb intensos senyals de refredament a Europa, un ajust menys marcat de l'activitat als EUA, gràcies a la solidesa del consum nord-americà, i molts dubtes sobre el funcionament de l'economia xinesa, malgrat la millora recent dels seus indicadors d'activitat. Amb una tardor per davant, durant la qual s'intensificaran els efectes sobre el creixement de l'enduriment monetari i s'haurà de digerir el minixoc d'oferta que ha comportat la pujada del preu del petroli en els últims mesos, les expectatives dels agents continuen empitjorant i anticipen un afebliment de la demanda a curt termini.

En aquest context, amb símptomes clars de refredament econòmic i amb els increments de tipus dels bancs centrals a la vora del final, s'ha produït una forta pujada de rendibilitats al llarg de la corba, amb moviments tan significatius com l'augment de gairebé 100 p. b. en la rendibilitat del bo nord-americà a 30 anys fins a màxims del 2007 (el 4,95%, en relació amb l'1,2% de l'estiu del 2020), el nou repunt de la prima de risc italiana cap a la zona dels 200 p. b. (cotitza 50 p. b. per damunt de la grega), la pujada de les rendibilitats reals (el 2,3% en el cas del bo a 10 anys indexat a la inflació als EUA), o l'augment dels *spreads* en renda fixa corporativa, en especial als segments de *high yield*, on el cost de finançament se situa en nivells pròxims al 9%.

Per tant, entrem en una etapa de major sensibilitat i discriminació dels mercats, ara que els bancs centrals estan aconseguint que cali el missatge que els tipus d'interès es mantindran en nivells elevats durant força temps, la qual cosa obligarà a extremar la cautela pel flanc fiscal. El cas italià és un nou avís per a navegants, perquè la pujada de les rendibilitats fins a la zona del 5% coincideix amb el nou projecte de pressupostos, que empitjora de manera clara les estimacions de dèficit fiscal per al 2023 (el 5,3%), el 2024 (el 4,3%) i el 2025 (el 3%).

Mentrestant, als EUA, una bona part del repunt dels tipus d'interès s'explica per un augment tant de les rendibilitats reals com de la prima de risc, perquè no es detecten canvis en les expectatives d'inflació. Això reflecteix el context polític desafiador i unes necessitats de finançament molt elevades a curt termini (7,6 bilions de dòlars el 2024). I, no obstant això, en aquest riu agitat que caracteritza l'entorn econòmic i financer global, el dòlar ha estat l'actiu financer més afavorit per l'últim ajust en la narrativa monetària, amb un moviment important d'apreciació que l'ha dut a cotitzar per sota de l'1,05 en relació amb l'euro (el 6% des del juliol) i a vorejar els 150 iens en el canvi amb la divisa nipona (màxim des del 1990). Tot plegat reflecteix que, malgrat els problemes en els flancs fiscal i polític, els inversors valoren la fortalesa relativa de l'economia nord-americana, l'atractiu d'unes rendibilitats en màxims de dècada i mitja i el tradicional paper refugi del bitllet verd.

Aquest afebliment de l'euro en relació amb la divisa amb què es paga la factura energètica, just quan es torna a tensionar el preu del cru, no és una bona notícia per a un BCE que tindrà molta feina en els propers mesos, perquè haurà de mantenir ancorades unes expectatives dels inversors cada vegada més dependents de les dades, respondre a qualsevol focus d'inestabilitat financera i gestionar els efectes sobre l'activitat del procés d'enduriment monetari més intens de les últimes dècades. La clau a curt termini serà l'evolució dels efectes de segona ronda causats per la retroalimentació entre els marges empresarials i els salaris i, per tant, la inèrcia negativa que es pot produir en moments com l'actual si els agents decideixen maximitzar les seves rendes a curt termini. Ara com ara, més enllà del soroll en les dades provocat per l'evolució del preu del petroli, la bona dada a la zona de l'euro de les mesures tendencials d'inflació en els últims mesos és un senyal positiu, perquè anticiparia que la zona del 3% es pot assolir amb una probabilitat elevada durant el proper semestre.

En definitiva, el moviment de les últimes setmanes als mercats financers serveix per consolidar la sensació que el règim de tipus d'interès recuperarà una certa normalitat a mitjà termini, després de l'anomalia que va representar el comportament de la política monetària durant una bona part de la dècada passada. Això comportarà uns tipus d'interès naturals reals o d'equilibri més elevats dels que hem tingut en els últims anys.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,79	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
SOFR 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,65	3,85
SOFR 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	5,48	5,50	3,15
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,66	4,30	4,20	2,80
Deute públic 10 anys	4,69	2,57	0,92	1,46	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	3,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,87	3,19
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	3,15	2,50
Deute públic 10 anys	4,30	1,54	–0,57	–0,31	2,13	2,70	2,60
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,05	2,82
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,13	2,99
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,80	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	3,22	3,04
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,24	3,14
Deute públic 10 anys	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,60	3,45
Prima de risc	19	314	60	65	97	90	85
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,07	1,12
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	85,0	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	79,4	70,5

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	3,5	3,0	2,9
Països desenvolupats	*2,7*	*1,4*	*–4,2*	*5,4*	*2,7*	*1,5*	*1,1*
Estats Units	2,7	1,8	–2,2	5,8	1,9	2,0	0,8
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,3	5,6	3,4	0,5	0,7
Alemanya	1,6	1,2	–4,2	3,1	1,9	–0,4	0,3
França	2,2	1,0	–7,7	6,4	2,5	0,8	0,7
Itàlia	1,5	–0,3	–9,0	7,0	3,8	0,7	0,6
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
Espanya	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	2,4	1,4
Japó	1,4	0,4	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Regne Unit	2,7	1,2	–10,4	8,7	2,5	0,6	0,5
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,9*	*–1,8*	*6,8*	*4,0*	*4,0*	*4,2*
Xina	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6
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	2,2	1,8
Mèxic	2,3	1,5	–8,7	5,8	3,9	2,7	1,9
Rússia	–	1,4	–2,7	5,6	–2,1	1,0	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	6,7	5,0
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,3*	*4,7*	*2,8*
Estats Units	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,4
Zona de l'euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	3,1
Alemanya	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,3
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,3	2,9
Itàlia	2,4	1,4	–0,2	1,9	8,7	6,6	2,9
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
Espanya	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Japó	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,5	2,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	7,5	3,6
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,2*	*5,9*	*9,8*	*7,9*	*7,0*
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,7	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	5,6	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	3,5	0,0	–12,4	7,2	4,8	1,6	1,4
Consum de les AP	5,0	1,1	3,6	3,4	–0,2	2,4	1,3
Formació bruta de capital fix	5,5	–1,4	–9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Béns d'equipament	4,8	0,1	–12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construcció	5,5	–2,9	–9,2	0,4	2,6	4,3	2,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	–0,2	–9,0	6,6	2,9	1,7	1,6
Exportació de béns i serveis	4,6	2,9	–20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importació de béns i serveis	6,8	0,2	–15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
Producte interior brut	**3,6**	**0,6**	**–11,2**	**6,4**	**5,8**	**2,4**	**1,4**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	2,2	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,1	11,8
Índex de preus de consum	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	8,3	1,0	0,9	4,4	3,0
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	0,8	0,6	1,8	1,5
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,6	1,5	2,7	2,4
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–6,6	–10,1	–6,8	–4,7	–4,2	–3,6

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	1,1	0,8
Consum de les AP	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,4	1,1	1,2
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	1,3	5,0
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	0,7	1,7
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	–18,8	13,4	16,7	5,5	2,4
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	1,5	2,4
Producte interior brut	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**2,4**	**1,8**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	1,1	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	4,6	2,4
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–0,8	–1,4	1,2	1,2
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	1,0	–0,4	2,3	2,6
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–0,4	–0,1	–0,1

Previsions

La tardor retorna els inversors al futur de tipus elevats

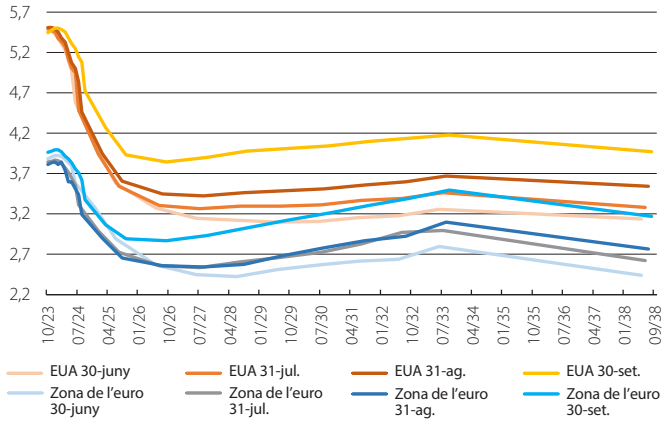
La Fed aterra l'economia tan suaument que encara no pot retirar els aerofrens. La reunió del FOMC del setembre va confirmar la revisió a l'alça de les expectatives de tipus d'interès per als propers mesos (i anys) de diversos dels seus membres, la qual cosa va accelerar l'ajust en preu dels actius financers que, des del començament de l'estiu, intenten trobar el seu equilibri en un entorn de tipus més elevats durant més temps. Aquest biaix tensionador de la Fed i la bona marxa de l'economia nord-americana van contrastar, a més a més, amb la situació a la resta del món, ja que gairebé tot Europa, la Xina o el Japó van exhibir al setembre un menor dinamisme econòmic. Així, malgrat que els tipus sobirans van repuntar de forma generalitzada durant el mes, el moviment va ser especialment intens en les referències nord-americanes a mitjà i a llarg termini, amb la conseqüent intensificació del pendent de la corba. D'altra banda, mentre que el dòlar no ha deixat de capitalitzar aquesta tendència i ha prolongat l'apreciació que acumula des de mitjan juliol, els actius de risc s'han vist llastats, i les borses van tancar un altre mes amb pèrdues, mentre que el petroli va donar continuïtat al ral·li que l'ha dut fins a màxims de l'any.

Els bancs centrals recuperen protagonisme en el nou curs acadèmic. En el cas de la Fed, malgrat prendre's una pausa en el cicle de pujades i mantenir els tipus en l'interval 5,25%-5,50%, el nou *dot plot* i un cert reconeixement per part del president Powell que el tipus natural de l'economia hauria augmentat van consolidar entre els inversors la perspectiva de tipus d'interès alts durant un bon període de temps (el *higher for longer*). Per la seva banda, el BCE va apujar tipus en 25 p. b. i va deixar el tipus *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%, tot i que va considerar explícitament que el nivell de tipus actual és prou restrictiu, de manera que només caldria mantenir-lo per continuar doblegant la inflació. A la resta del món, el Banc del Japó es va mostrar poc inclinat a endurir de manera significativa la política monetària en els propers mesos, cautelós davant un repunt de la inflació que no considera prou sostingut, la qual cosa va llastar encara més el ien, ja prou depreciat. El Banc d'Anglaterra també va sorprendre amb una pausa en el cicle de pujades després d'una dada d'inflació a l'agost inferior a l'esperada, tot i que encara es manté en nivells molt elevats.

Tipus més alts durant més temps. La narrativa del *higher for longer* va dur la rendibilitat dels bons sobirans nord-americans durant el mes fins a màxims anteriors a la crisi financera del 2008. El repunt que acumulen els tipus nord-americans a més llarg termini en el 3T ha dut les referències a 10 anys més de 70 p. b. per damunt del nivell del juny, i les referències a 30 anys, més de 80 p. b. Aquesta intensificació de la corba està també motivada per la resiliència del cicle econòmic, que impedeix veure cessions en els trams a més curt termini de la corba, amb les referències a 2 anys per damunt del 5%, al voltant de màxims des del 2006. Per la seva banda, a la zona de l'euro, el

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

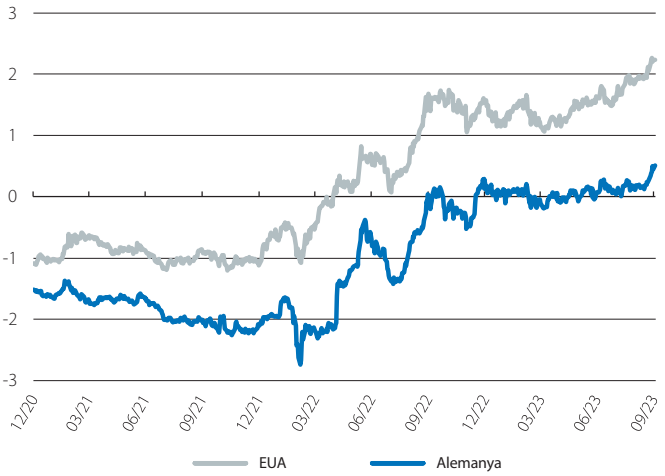
(%)



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

Evolució dels tipus reals a 10 anys

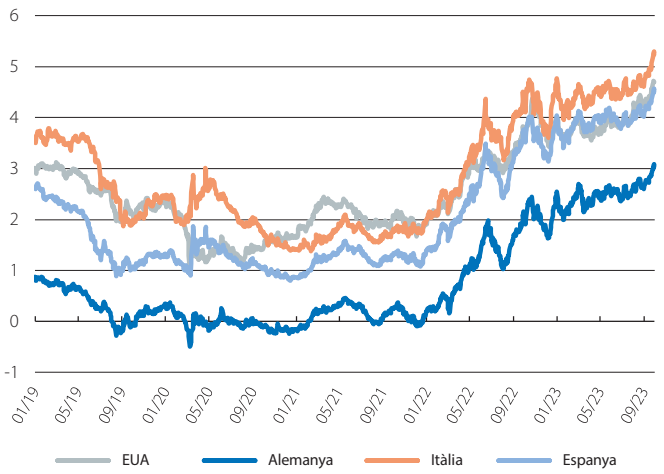
Rendibilitat del bo sobirà indexat a la inflació (%)



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

Evolució dels tipus sobirans a 30 anys

(%)



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

repunt de tipus ha estat més homogeni entre trams, amb una menor intensificació dels pendents (en especial, a la corba alemanya), reflex de la feblesa del cicle econòmic. D'altra banda, la prima de risc italiana va repuntar més de 25 p. b. durant el mes després d'incrementar el Govern la seva previsió de dèficit fiscal per al 2024. Els tipus sobirans britànics van ser la gran excepció del mes, ja que van registrar fortes caigudes en les referències a curt termini.

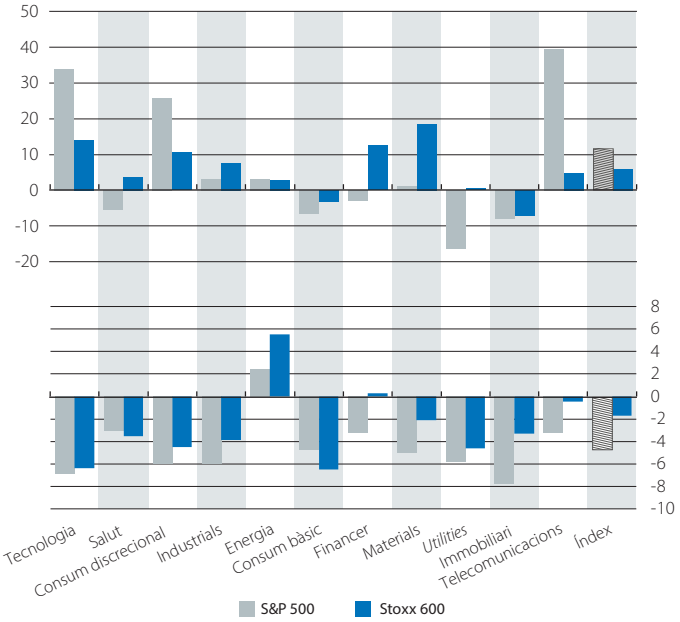
Mal mes per a les borses internacionals. Els principals índexs borsaris internacionals van encadenar un altre mes de pèrdues generalitzades al setembre, amb l'índex MSCI All Country World d'accions globals registrant una reculada superior al 4%. Tot i que la caiguda va ser molt generalitzada per sectors, els més afectats van ser els més sensibles a les pujades de tipus d'interès, com el tecnològic. Així, l'índex Nasdaq va baixar més del 5%, una caiguda que també es va fer sentir amb força a l'S&P 500. La principal excepció a aquesta tendència va ser el sector energètic, animat, tant a Europa com als EUA, per la forta pujada del preu del petroli en els últims mesos. A Espanya, l'IBEX va exhibir un funcionament relatiu més positiu, malgrat que va recular el –0,8% en el mes. D'altra banda, a Europa, va destacar negativament el DAX, amb el –3,5%, llastat pel sector industrial alemany.

El dòlar nord-americà continua capitalitzant el *higher for longer*. El dòlar no perd embranzida i va encadenar al setembre un nou mes d'important apreciació, en particular en relació amb l'euro, el ien i el franc suís. La divisa nord-americana es veu molt beneficiada, d'una banda, pel diferencial de tipus que es preveu amb aquestes economies, amb cicles econòmics menys dinàmics que el nord-americà, i, de l'altra, per la menor apetència pel risc inversor. Pel que fa a l'euro, la seva feblesa en relació amb el dòlar no va ser tan intensa amb altres parells durant el mes, i el seu tipus de canvi efectiu nominal va registrar una depreciació del 0,5%, que contrasta amb el –2,5% que va assolir en relació amb el dòlar.

Les retallades en el subministrament dirigeixen els mercats del gas i del petroli. Els preus del petroli van prolongar l'ascens al setembre, quan van augmentar gairebé el 10%, per tancar el trimestre amb uns preus el 27% superiors als del juny i en nivells màxims de l'any, al voltant dels 95 dòlars per barril. Les retallades de producció de l'Aràbia Saudita i de Rússia han aconseguit el seu objectiu davant la bona marxa de la demanda de cru xinesa i la ràpida reducció d'inventaris de petroli mundials. Això, unit al fet que, ara com ara, no han trobat un contrapès en els productors d'esquist nord-americans, incapaços d'incrementar la producció després de diversos anys de poca inversió, deixa una tendència netament alcista al mercat en els últims mesos. Quant al gas natural, els riscos per al subministrament a diferents punts (Austràlia, Noruega, etc.) continuen induint una forta volatilitat en la referència europea, el TTF holandès, que, malgrat trobar una estabilització important en la bona marxa dels inventaris per a l'època de l'any, va repuntar gairebé el 20% en el mes.

Funcionament dels sectors borsaris durant l'any (a dalt) i durant el mes (a baix)

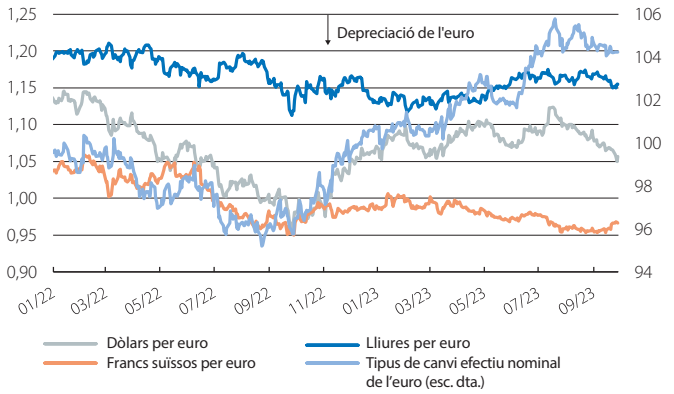
Rendibilitat acumulada des de l'inici de l'any (%) *(set., %)*



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

Evolució de l'euro en relació amb els principals parells

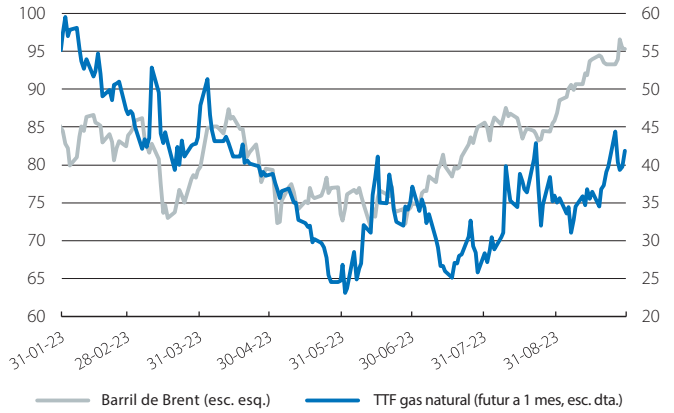
(Euros) *Índex*



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

Evolució del preu de l'energia: gas i petroli

(Dòlars/barril) *(Euros/MWh)*



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

Nou escenari: perspectives per a les economies i per als mercats internacionals

Després de funcionar millor del que s'esperava en el 1S 2023, l'activitat mundial ha patit un refredament al llarg del 3T, fruit de dinàmiques dispars entre les grans economies. Tot seguit, repassem les perspectives de l'entorn econòmic internacional.

Punt de partida: refredament dispar

L'activitat global s'ha ressentit de la pèrdua d'embranzida de la Xina, on la reactivació inicial del 1T 2023 va anar donant pas a uns indicadors sostingudament per sota del que s'esperava i que s'han sumat a les dificultats persistents del sector immobiliari. Entre les economies avançades, la feblesa exhibida per la indústria des del final del 2022 ha començat a afectar el sector serveis, tot i que ho ha fet amb intensitats diferents entre economies. En concret, als EUA, els indicadors han dibuixat una desaceleració suau de l'activitat, amb creixements al voltant del 0,5% intertrimestral i una notable resistència del consum, mentre que la feblesa s'ha concentrat en la inversió residencial i en les aportacions modestes del sector exterior. En canvi, el PIB de la zona de l'euro ha mostrat atonia, amb avanços al voltant del 0,1% intertrimestral, que evidencien la feblesa tant del consum com de la inversió i de la demanda exterior. Totes aquestes dinàmiques queden ben reflectides en la comparativa entre dades i expectatives que recull el segon gràfic.

Supòsits clau: desinflació, desinflació i desinflació

Per entendre les perspectives de refredament en economies com els EUA i, en especial, la zona de l'euro, cal reiterar que les dues venen de patir distorsions inusualment fortes sobre la demanda i sobre la seva capacitat productiva, primer amb la pandèmia de COVID-19[1] i després amb la guerra d'Ucraïna. Distorsions que necessiten temps per ser digerides i que han coexistit amb vents de cua transitoris, com el suport de la política fiscal, l'esvaïment dels colls d'ampolla, un cert impuls cíclic dels serveis (amb la seva normalització definitiva postpandèmia) i els matalassos d'estalvi acumulats després de la COVID-19.

La inflació és la mètrica en què aquesta digestió s'ha fet més visible: ha patit un repunt als EUA ja el 2021 i s'ha accelerat una mica més tard a la zona de l'euro. Aquest repunt es vehicula en tres fases, començant pels impactes inicials (com els colls d'ampolla associats a la pandèmia o la crisi energètica per la guerra d'Ucraïna) i seguint amb els conseqüents efectes indirectes (l'augment de preus dels béns i dels serveis, que, fins i tot sense estar directament pressionats pel xoc inicial, es veuen esperonats pels costos de producció i per l'ajust de preus relatius). Com ho mostra el tercer gràfic, aquestes dues fases comencen a quedar enrere, i els indicadors més avançats, com l'anomenat *momentum*, reflecteixen una forta desinflació en relació amb els pitjors punts del 2022. No obstant això, queda una tercera fase per transitar abans de celebrar la normalització de la inflació: la dels efectes de segona ronda (és a dir, la retroalimentació entre preus, marges

1. Que no solament va congelar l'oferta i la demanda, sinó que va donar lloc a forts reajustaments en l'economia, com els patrons de consum o la potent resposta de les polítiques fiscal i monetària.

Previsions per a les economies i per als mercats internacionals

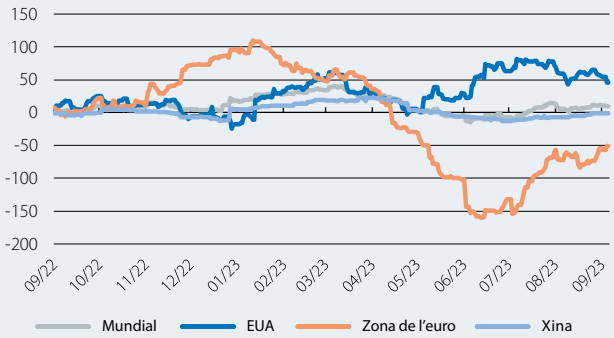
Variació anual (%), si no s'indica el contrari

	2022	2023	2024
PIB mundial	3,5	3,0 (2,8)	2,9 (3,0)
PIB EUA	2,1	2,0 (1,7)	0,8 (0,5)
Inflació EUA	8,0	4,2 (4,0)	2,4 (2,1)
Fed - *fed funds rate* *(final de l'any)*	4,50	5,75	4,25
PIB zona de l'euro	3,5	0,5 (0,7)	0,7 (1,0)
Inflació zona de l'euro	8,4	5,6 (5,3)	3,1 (2,7)
BCE - *depo* *(final de l'any)*	2,00	4,00	3,50
Euríbor 12M *(mitjana)*	1,1	3,9	3,6
PIB Xina	3,0	5,2 (5,7)	4,6 (4,9)
Petroli Brent *(€ per barril, mitjana)*	94	76,3 (72,5)	73,9 (68,6)
Gas natural (TTF) *(€ per MWh, mitjana)*	132	43,1 (43,9)	50,4

Nota: *Entre parèntesis, previsió anterior (només quan és diferent).*
Font: *CaixaBank Research.*

Sorpreses en la publicació d'indicadors econòmics

Índex



Nota: *Els registres positius (negatius) assenyalen que els indicadors van ser millors (pitjors) del que esperava el consens d'analistes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Citi i de Bloomberg.*

empresarials i salaris en resposta a l'alça inicial dels propis preus). Aquesta fase tendeix a donar inèrcia a la inflació i pot alentir el descens final cap a l'objectiu, però que la desinflació es vagi complint segons el que s'espera és clau perquè els bancs centrals no hagin d'apuntar a un major afebliment de la demanda.

Perspectives

En aquest context, i després de més d'un any de fortes pujades dels tipus d'interès, recentment, la Fed, el BCE i la majoria de bancs centrals del món han reorientat l'estratègia de política monetària, han apuntat al final del cicle de pujades de tipus i, alhora, han assenyalat la intenció de mantenir els tipus al voltant dels nivells actuals, que consideren prou restrictius, durant un bon període de temps. Així, i malgrat que no han tancat la porta a nous ajustos, els tipus d'interès oficials podrien haver assolit el cim d'un altiplà en què, segons les expectatives implícites als mercats financers, es mantindran almenys durant una bona part del 2024.[2]

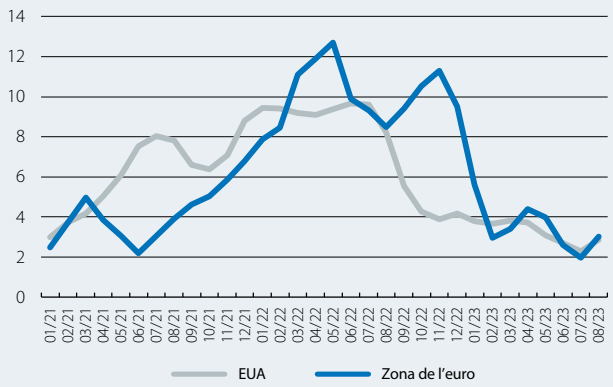
Atesa la persistència d'unes condicions monetàries restrictives, i en un entorn de feblesa de la demanda externa, cal esperar que economies com els EUA i la zona de l'euro exhibeixin poc dinamisme en els propers trimestres. De fet, la transmissió del tensionament monetari s'està filtrant de forma gradual en el conjunt de l'economia i ja és ben visible en la feblesa de la demanda de crèdit i en l'enduriment dels seus estàndards, dues dinàmiques que expliquen el deteriorament de l'anomenat «impuls del crèdit» (vegeu el cinquè gràfic).[3]

Així i tot, l'escenari disposa de matalassos, com la fortalesa que manté el mercat laboral, gràcies als quals el refredament de l'activitat s'hauria de materialitzar més en forma de decaïment que de contracció.[4] Així, després d'uns propers trimestres de relatiu estancament, esperem una revigorització de l'economia mundial el 2024, esperonada per una recuperació del poder adquisitiu de les llars (gràcies al descens de la inflació i a l'alça dels salaris).[5]

2. El BCE ja hauria assolit aquest altiplà al setembre, quan va situar el *depo* i el *refi* en el 4,00% i en el 4,50%, respectivament, mentre que la Fed podria fer-ho al novembre, quan esperem que fixi el tipus objectiu en el rang 5,50%-5,75%.
3. Històricament, aquest indicador ha relacionat bé les dinàmiques del crèdit amb el creixement del PIB. Vegeu el Focus «La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació», a l'IM06/2023.
4. Per exemple, el nostre quadre de previsions de la zona de l'euro projecta taxes intertrimestrals del PIB al voltant del 0,0%-0,1% fins al 1T 2024.
5. L'economia també es podria beneficiar d'uns vents de cara menys forts, com la crisi de sobreacumulació d'inventaris que ha pesat sobre la indústria en els últims trimestres.

Inflació general: momentum *

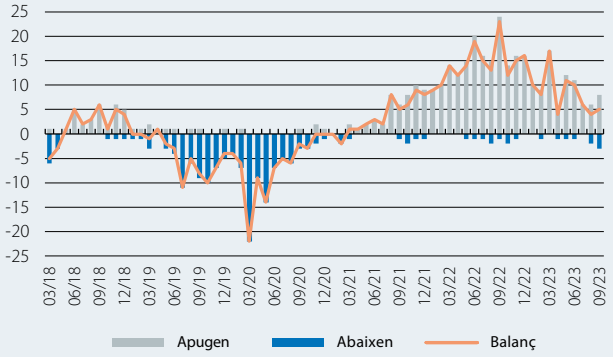
(%)



Nota: ** El* momentum *es defineix com la variació, anualitzada i desestacionalitzada, de l'IPC mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i del BCE.*

Bancs centrals que apugen o abaixen tipus en un mes donat

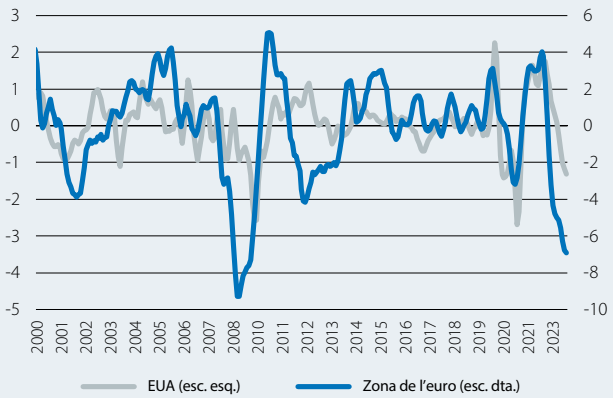
Nombre



Nota: *La mostra està formada per 35 bancs centrals d'Amèrica del Nord, d'Amèrica del Sud, d'Europa, d'Àfrica, d'Àsia i d'Oceania.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Impuls del crèdit

Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



Notes: *L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu de crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls del crèdit que mostrem al gràfic està suavitzat amb una mitjana mòbil.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Fed.*

Una primera valoració de la vulnerabilitat externa dels emergents

Fins avui, la majoria de països emergents estan mostrant una evolució econòmica i financera millor del que es preveia, atès l'important tensionament de les condicions financeres a escala global. No obstant això, aquesta resiliència no ens ha de fer caure en la complaença. Un factor que sol pressionar les economies emergents és l'apreciació del dòlar, que, des de l'inici d'enguany, acumula una revaloració pròxima al 3% en relació amb una àmplia cistella de divises.

En aquest sentit, estimacions recents de l'FMI assenyalen que una apreciació del 10% del dòlar, en termes efectius nominals, provoca dos trimestres més tard un descens del PIB real d'aquests països de l'1,9% (en relació amb el 0,5% als avançats), i la recuperació del creixement perdut triga prop de 10 trimestres a les economies emergents (en relació amb tres a les desenvolupades).[1] No obstant això, des del mateix organisme, s'apunta al fet que l'impacte de l'augment de l'aversió al risc global no és igual a tots els països, i l'experiència passada revela que les més afectades van ser, sobretot, les economies amb una posició externa més fràgil, caracteritzada per dèficits per compte corrent molt elevats i recurrents, per nivells alts de deute extern i/o per una dependència excessiva del finançament del deute a curt termini.[2]

Monitor de Vulnerabilitat Externa

Atesa aquesta circumstància, hem elaborat un monitor que mostra la posició externa dels principals països emergents[3] i en destaca els punts febles. No pretén ser un model de valoració del risc país, ni una eina d'assignació de probabilitats de crisis econòmiques o financeres, però sí que ofereix pistes rellevants sobre la dependència de l'estalvi extern de cada país (i, en conseqüència, del seu grau de vulnerabilitat relativa) sobre la base d'una sèrie de variables comunes a tots ells. Per exemple, que la Xina aparegui en la posició 10

Monitor de Vulnerabilitat Externa

2023	Balança per compte corrent	Deute extern	Deute extern c/t	Deute extern c/t	Entrades IDE	Prima de risc de deute extern emès en dòlars	Rànquing de vulnerabilitat externa (*) (**)				
	(% del PIB)	(% del PIB)	(% del deute extern)	(% de reserves)	(% del PIB)	(%)	2023	2018	2008	2007	2001
Turquia	–4,8	44,9	32,6	227,0	0,5	5,6	1	1	4	4	3
Argentina	–2,5	49,2	16,5	184,6	1,5	20,2	2	2	7	5	1
Malàisia	2,1	64,6	41,8	100,4	1,6	0,3	3	3	5	9	15
Hongria	–1,3	82,0	9,8	48,6	–0,8	4,0	4	5	1	1	8
Xile	–1,6	70,6	8,5	52,3	3,6	1,4	5	6	6	7	10
Egipte	–2,6	45,8	9,5	62,3	2,0	7,0	6	14	20	21	19
Sud-àfrica	–2,6	47,5	15,9	53,6	0,6	3,7	7	4	3	3	2
Colòmbia	–4,4	54,3	13,4	44,5	2,6	4,2	8	10	13	14	14
Tailàndia	0,3	39,9	37,1	37,7	–1,9	1,5	9	9	8	6	9
Xina	1,5	13,7	53,0	45,0	–0,5	1,3	10	8	15	12	17
Polònia	1,1	48,3	15,4	38,1	2,4	0,2	11	7	2	2	12
el Marroc	–0,3	47,5	14,0	27,7	1,0	3,0	12	13	19	18	16
Indonèsia	–0,5	29,6	11,9	35,0	1,1	1,5	13	11	9	10	4
Mèxic	–0,7	31,1	10,7	30,8	2,2	1,6	14	12	12	13	18
Índia	–1,6	17,9	20,8	23,8	0,7	1,5	15	15	11	15	21
Rússia	2,2	28,3	15,0	18,3	–1,0	2,9	16	20	14	11	6
Brasil	–1,7	26,2	12,4	20,1	2,1	2,6	17	18	18	17	11
Filipines	–3,7	24,1	14,0	18,1	0,8	0,7	18	17	10	8	5
Perú	–2,0	33,0	–	–	3,3	2,1	19	19	16	16	13
Algèria	2,2	28,3	21,6	2,5	0,5	4,8	20	16	17	20	20
Aràbia Saudita	4,2	20,6	19,8	10,1	–0,8	–	21	21	21	19	7

Notes: ** El rànquing de vulnerabilitat atorga una posició en funció de la mitjana del valor de les variables incloses a la taula per a cada país: el lloc número 1 correspon a la mitjana més elevada (més vulnerabilitat externa) i el lloc número 21, a la mitjana més baixa (menys vulnerabilitat externa).*
*** Les dates de comparació corresponen a anys en què els principals països emergents van travessar notables crisis financeres, derivades de riscos idiosincràtics, com devaluacions de la divisa o canvis en el Govern, o de canvis rellevants en la política monetària a les economies avançades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics, via Refinitiv.*

1. Vegeu FMI (juliol del 2023), External Sector Report, «External Rebalancing in Turbulent Times».
2. Vegeu FMI (juny del 2017), «Assessing Country Risk: Selected Approaches».
3. Els països triats pertanyen a la classificació d'«economies de mercats emergents» realitzada per l'FMI. Addicionalment, hem inclòs el Marroc i Algèria per la seva rellevància per al mercat exterior d'Espanya.

de 21 no implica que el monitor li estigui assignant una «mala nota» a la seva posició financera externa; senzillament indica que hi ha variables que es troben en una posició menys favorable que a la resta de països considerats. De fet, l'FMI, al seu External Sector Report, situa la Xina al grup d'economies amb una posició externa coherent amb els seus fonaments a mitjà termini.[4]

La variable tradicional per determinar la necessitat (o capacitat) de finançament d'una economia és la balança per compte corrent:[5] si el seu saldo és negatiu, el país paga més a l'exterior del que rep, i el contrari si és positiu. O, el que és el mateix, l'estalvi intern no cobreix les necessitats d'inversió del país. No obstant això, el signe del saldo *per se* no és concloent i pot reflectir situacions molt diverses. Per exemple, Turquia i Colòmbia presenten dèficits importants per compte corrent, però la valoració de la seva vulnerabilitat externa és molt diferent.

De fet, per conèixer la fragilitat de la posició externa d'un país, també és necessari tenir en compte la conjuntura econòmica de cada país, juntament amb altres variables que capturin els seus vincles financers amb la resta de països. Pel que fa a aquesta qüestió, és rellevant conèixer el nivell de deute extern que acumula un país, entès com la quantitat del seu deute (sobirà i privat) en mans estrangeres, expressat en dòlars i en termes de PIB. Com més elevada sigui aquesta ràtio, més vulnerable serà el país a un canvi de sentiment dels inversors estrangers, ja que la sortida de capitals pot arribar a posar en dubte la seva capacitat per afrontar les obligacions ja compromeses amb els seus creditors i pot afeblir el tipus de canvi de la divisa local. De la mateixa manera, aquests temors augmentaran com més elevat sigui el percentatge d'aquest deute que venç a curt termini i com més elevada sigui la seva proporció en termes de reserves en divisa estrangera.

Una altra variable que reflecteix bé l'evolució del sentiment de l'inversor és la prima de risc del deute sobirà, entesa com la rendibilitat «extra» que els inversors exigeixen a les emissions en dòlars realitzades pel país d'estudi en relació amb una emissió de venciment similar del Tresor nord-americà. Finalment, incloem la inversió directa estrangera (IDE), en termes de PIB, ja que ens ofereix informació sobre el comportament d'una font de finançament a mitjà i a llarg termini, menys volàtil davant episodis d'inestabilitat financera, la qual cosa contribueix a reduir la vulnerabilitat exterior.

Quina informació ens dona el monitor?

En primer lloc, al principi del rànquing, trobem els «sospitosos habituals». És a dir, països on els desequilibris econòmics i financers s'han cronificat en els 20 últims anys, per polítiques econòmiques poc eficaces i per la gestió de governs inestables que presenten una elevada propensió a l'endeutament i a la intervenció als mercats canviaris. En suma, aspectes que han reduït la qualificació creditícia d'aquests països i que han agreujat la seva vulnerabilitat externa. En aquest sentit, Turquia i l'Argentina són els més destacats. De fet, en els dos casos, les seves divises s'han depreciat el 30% i el 50% en relació amb el dòlar, respectivament, des de l'inici d'enguany. Malàisia és un cas particular, ja que, malgrat tenir històricament una balança per compte corrent amb superàvit,[6] en els últims anys, el seu deute extern s'ha incrementat de forma notable; i, a curt termini, s'assoleix nivells que amb prou feines cobririen amb les reserves de divises existents. En conseqüència, la seva moneda es troba en el seu moment de major feblesa històrica en relació amb el bitllet verd. No obstant això, el país gaudeix encara de la confiança dels inversors estrangers (les entrades d'IDE s'han incrementat en els últims anys), i les principals agències de ràting li atorguen els graons més elevats dins la categoria de «grau d'inversió».

En segon lloc, els primers cinc països del rànquing presenten un deute a curt termini que supera el 50% del seu nivell de reserves, llindar que adverteix d'un risc elevat d'impagament del deute extern i que pressiona a l'alça les primes exigides pels inversors, ampliació que serà més intensa a mesura que empitjori la qualificació creditícia del país.

I, en tercer lloc, són diversos els països de les primeres posicions del rànquing que, des de la pandèmia, han rebut alguna classe d'assistència financera de l'FMI, com l'Argentina, Egipte o Sud-àfrica, fet que emfatitza la feblesa de les seves posicions externes i els seus problemes d'accés als mercats de capitals internacionals.

Addicionalment, si tenim en compte la posició en el rànquing en diferents moments, s'aprecien canvis positius als països on s'han produït reformes de consolidació fiscal de gran importància (com l'Aràbia Saudita), que s'han beneficiat dels ingressos per l'exportació de primeres matèries (com el Brasil i Angola) o que han reduït la seva vulnerabilitat al tipus de canvi augmentant les emissions de deute en divisa local (com Rússia).

En suma, aquest monitor ofereix informació rellevant sobre la vulnerabilitat externa estructural d'una sèrie de països. No obstant això, aquesta no és l'única font potencial d'inestabilitat financera en un país, i hi ha altres factors que també ofereixen informació sobre la seva fragilitat, sobre els riscos geopolítics i sobre l'encariment dels béns bàsics, entre d'altres. Tampoc podem passar per alt el fort augment del nivell de deute, tant a escala mundial com als emergents. De fet, el mateix FMI alerta que gairebé el 20% de les economies emergents tenen bons sobirans que s'estan negociant en condicions desfavorables (divises molt afeblides en relació amb el dòlar, primes de risc molt elevades i accés difícil als mercats de capitals internacionals) i que més de la meitat de països amb rendes baixes estan sobreendeutats o exposats a un risc molt elevat per sobreendeutament.[7] Però aquest tema té prou rellevància per ser tractat en un altre informe.

Rita Sánchez Soliva i Beatriz Villafranca

4. L'FMI estima una posició externa en línia amb els fonaments a mitjà termini que inclou reformes estructurals i fiscals, així com la major flexibilitat del tipus de canvi de la moneda local per ajudar l'economia a absorbir els xocs externs.
5. La balança per compte corrent recull totes les transaccions d'un país amb l'exterior, en un període determinat, derivades de l'intercanvi de béns i de serveis (balança comercial), del cobrament o del pagament de dividends d'inversió (balança de rendes) i de les transferències.

6. Des del 2008, la seva ràtio de superàvit per compte corrent s'ha reduït en gairebé 14 p. p. a causa de l'impacte negatiu sobre les exportacions de Malàisia (molt enfocades en primeres matèries) de la caiguda de la demanda global després de les successives crisis viscudes en els últims anys i de l'abaratiment de les *commodities*.
7. Vegeu FMI (13 de setembre del 2023), «El deute mundial reprèn la seva tendència ascendent».

Tipus d'interès (%)

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,50	4,25	25	200,0	450,0
Euríbor 3 mesos	3,95	3,80	16	182,0	412,8
Euríbor 12 mesos	4,23	4,10	13	93,7	326,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,69	3,54	15	109,1	330,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,20	2,98	23	43,9	268,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,84	2,47	37	26,8	160,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,93	3,48	45	27,0	165,9
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,60	3,19	41	1,7	133,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	100,0	375,0
Líbor 3 mesos	5,66	5,66	–1	89,0	336,4
Deute públic a 1 any	5,45	5,38	6	76,2	278,8
Deute públic a 2 anys	5,04	4,86	18	61,8	221,1
Deute públic a 10 anys	4,57	4,11	46	69,6	169,1

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

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	80	70	10	–10,4	–40,1
Itraxx Financer Sènior	91	81	9	–8,6	–41,2
Itraxx Financer Subordinat	166	148	18	–6,5	–85,8

Tipus de canvi

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,057	1,084	–2,5	–1,2	1,5
EUR/JPY (iens per euro)	157,950	157,820	0,1	12,5	12,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,867	0,856	1,3	–2,1	0,6
USD/JPY (iens per dòlar)	149,370	145,540	2,6	13,9	10,5

Primeres matèries

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	548,6	552,8	–0,8	–1,1	–7,0
Brent ($/barril)	95,3	86,9	9,7	10,9	2,5
Or ($/unça)	1.848,6	1.940,2	–4,7	1,3	2,1

Renda variable

	30-setembre	31-agost	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.288,1	4.507,7	–4,9	11,7	12,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.174,7	4.297,1	–2,8	10,0	21,1
Ibex 35 (Espanya)	9.428,0	9.505,9	–0,8	14,6	15,3
PSI 20 (Portugal)	6.090,3	6.174,0	–1,4	6,4	0,6
Nikkei 225 (Japó)	31.857,6	32.619,3	–2,3	22,1	22,8
MSCI emergents	952,8	980,3	–2,8	–0,4	–4,0

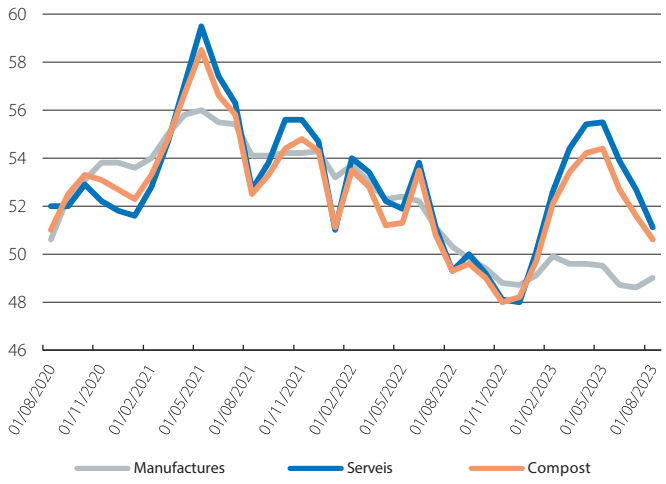
Un final d'any amb més dubtes que certeses a l'economia internacional

Es revisa a l'alça el creixement mundial per al 2023, fins al 3,0%, i es retalla el del 2024, fins al 2,9%. D'una banda, les perspectives macroeconòmiques per a les economies desenvolupades continuaran pressionades per l'enduriment de les condicions monetàries, al qual se sumarà l'impacte d'unes polítiques fiscals menys expansives. En aquest sentit, hem retallat les perspectives de creixement a la zona de l'euro per al 2023 i per al 2024, fins al 0,5% i el 0,7% (–0,3 p. p. en els dos casos), situació que contrasta amb el major optimisme per a l'economia nord-americana, on ara esperem un creixement del 2,0% per al 2023 (+0,3 p. p.) i del 0,8% per al 2024 (+0,3 p. p.). A les economies emergents, la principal rebaixa de les previsions de creixement afecta la Xina (–0,5 p. p., fins al 5,2% el 2023, i –0,3 p. p., fins al 4,6% el 2024), la qual cosa contrasta amb un millor funcionament d'altres grans economies emergents, com el Brasil, Rússia, l'Índia, Sud-àfrica o Indonèsia. En conjunt, de cara als propers trimestres, les perspectives venen marcades per un alentiment del creixement, al mateix temps que s'espera una moderació generalitzada de la inflació. Tot plegat en un entorn de riscos, entre els quals destaquen la incertesa sobre els efectes de la política monetària i la persistència de la inflació, les vulnerabilitats financeres latents en diversos països i les preocupacions sobre la recent «senda proteccionista», que podria afectar els fluxos globals de comerç. En el mateix sentit, l'OCDE ha revisat a l'alça el creixement mundial per al 2023 en 0,3 p. p., fins al 3,0%, i ha retallat el del 2024 en 0,2 p. p., fins al 2,7%.

Els últims mesos han estat de refredament del creixement mundial. Així ho recull l'índex PMI compost global, que se situa en els 50,6 punts a l'agost, el nivell més baix des del gener (49,7 punts), empès, principalment, per la pèrdua d'embranzida del sector serveis, que acumula tres mesos consecutius de forts descensos, des dels 55,5 punts del maig fins als 51,1 de l'agost. D'una banda, algunes grans economies emergents (com el Brasil, Rússia, l'Índia i la Xina) han registrat recentment millores pel costat del sector manufacturer. No obstant això, la zona de l'euro continua presentant una feblesa particularment visible i persistent. De fet, malgrat la millora del PMI compost de la zona de l'euro al setembre, encara es manté en zona de contracció (va pujar 0,5 punts, fins a situar-se en 47,2), pressionat per la fragilitat del sector manufacturer (–0,1 punts, fins a 43,4) i per la falta d'impuls als serveis (+0,8 punts, fins a 48,7). Les dificultats del sector manufacturer europeu queden també reflectides en els PMI de les dues economies més grans: a França, va caure al setembre fins a un mínim des de l'inici de la pandèmia (–1,8 punts, fins a 44,2) i, a Alemanya, malgrat la recuperació, es manté en territori àmpliament contractiu (+0,5 punts, fins a 39,6).

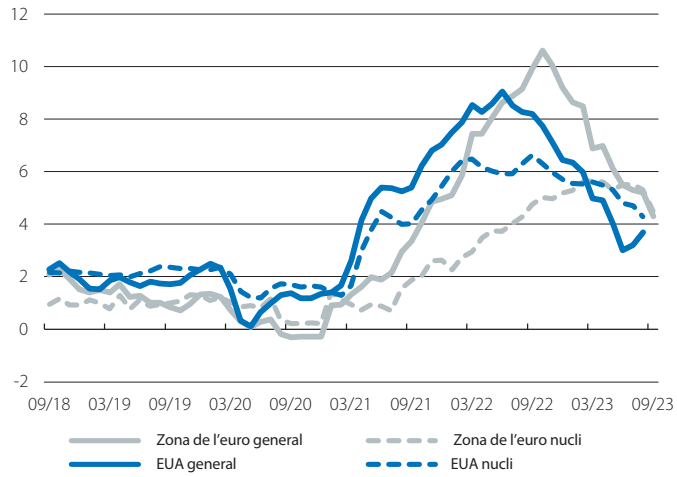
Les dinàmiques (des)inflacionistes continuaran marcant l'escenari macroeconòmic a les economies avançades. A l'agost, la inflació general va pujar fins al 3,7% (+0,5 p. p.) als EUA, esperonada pel preu dels combustibles, mentre que, a la zona de l'euro, on ja es disposa de les dades del setembre, va recular fins

Global: PMI
Índex



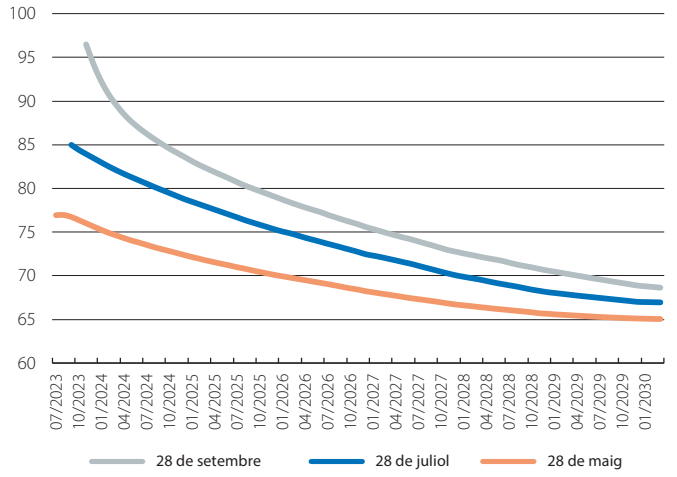
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

EUA i zona de l'euro: IPC
Variació interanual



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

Futurs del preu del Brent
(Dòlars per barril)



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

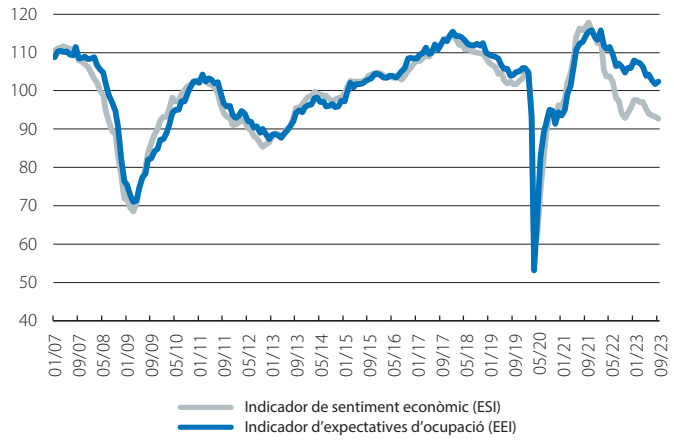
al 4,3%. D'altra banda, el ritme de descens de la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) als dos costats de l'Atlàntic, fins al 4,3% als EUA i el 4,5% a la zona de l'euro, encara no donarà treva als bancs centrals. Als riscos de persistència de la inflació i a la intensificació dels efectes de segona ronda, s'afegeixen els temors als efectes de l'augment del preu del cru. Des del final de maig, el Brent acumula una pujada del 30% i s'apropa als 95 dòlars per barril. El tensionament recent d'aquest mercat, que s'explica per un deteriorament clar de les condicions de l'oferta i per una demanda global de cru més resistent del que s'esperava a les condicions macroeconòmiques, es reflecteix també en unes perspectives de preus a mitjà termini substancialment superiors al que s'havia observat abans de l'estiu.

Persisteix la dualitat entre el mercat de treball i les altres dades macroeconòmiques, i el focus torna a la política fiscal. L'índex de sentiment econòmic (ESI) de la Comissió Europea per a la UE va caure fins als 92,8 punts (en relació amb una mitjana històrica de 100 punts), un nou mínim des de l'agost del 2020, la qual cosa evidencia la feblesa econòmica del conjunt de l'economia europea. No obstant això, l'índex d'expectatives d'ocupació (EEI) s'ha mantingut significativament per damunt, en concret uns 10 punts en l'últim any (en relació amb una diferència pràcticament nul·la en el període prepandèmia). Això sí, en els últims mesos, ha compartit la mateixa tendència de descens de l'ESI, que es va situar, al setembre, en els 102,4 punts. D'altra banda, l'economia també continuarà condicionada per la política fiscal, ja que els Estats membres hauran de començar a normalitzar les polítiques fiscals, tenint en compte la reactivació de les regles fiscals europees el 2024. Precisament, malgrat que continuïn les negociacions entre els Estats membres, s'espera que el nou marc fiscal europeu mantingui les metes fiscals vigents (com l'objectiu de dèficit en el 3,0%), tot i que s'ofereixi un major control a nivell nacional sobre com complir aquests objectius, mitjançant, per exemple, l'elaboració de plans pluriennals.

Si el comportament dels BRICS ha estat una de les bones sorpreses dels últims mesos, la Xina queda amb tasques pendents. La sortida de la pandèmia està sent particularment tortuosa per al gegant asiàtic, que acumula reptes estructurals i les «cicatrius econòmiques» de la pandèmia. D'una banda, el nivell de deute corporatiu no financer ha arribat a un nou màxim, el 160% del PIB, concentrat, en particular, en sectors com l'immobiliari i en els vehicles de finançament dels governs locals. De l'altra, el comportament «estel·lar» de les exportacions xineses durant la pandèmia s'està revertint mentre s'acumulen tensions geoeconòmiques i el consum intern no s'acaba d'enlairar, malgrat la bossa d'estalvis acumulada per moltes llars durant els anys de pandèmia. No obstant això, no tot són males notícies. Les dades del mes d'agost van ser millors del que s'esperava, i, en aquest sentit, destaca el creixement de la producció industrial (el +4,5% *vs.* el 3,7% del juliol) i de les vendes al detall (el +4,6% *vs.* el 2,5% del juliol). En part, aquesta millora és deguda a la intervenció de les autoritats xineses, d'una banda, amb el relaxament de la política monetària i la posada en marxa de la «màquina fiscal». De l'altra, el relaxament recent de regulacions a l'immobiliari hauria d'ajudar a sostenir el sector en els propers mesos. Així i tot, la falta de confiança dels inversors i dels consumidors a la Xina continuarà pressionant les perspectives econòmiques del país a mitjà termini.

Zona de l'euro: sentiment econòmic i expectatives d'ocupació

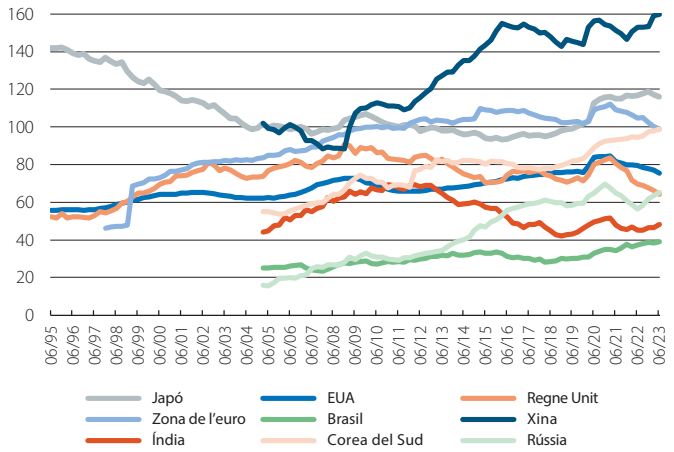
Índex



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

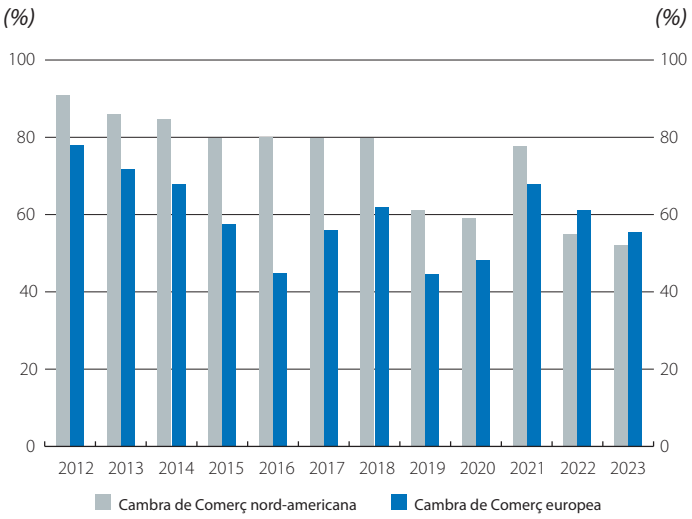
Global: deute corporatiu d'institucions no financeres

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institute of International Finance.*

Proporció d'empreses que se senten optimistes sobre les perspectives de negoci a la Xina



Font: *Capital Economics.*

EUA: la recessió que mai no arriba

Al febrer, escrivíem que calia esperar un refredament de l'activitat econòmica als EUA en algun moment del 2023, i així ho apuntaven també la majoria dels analistes. La incertesa residia en el grau d'intensitat d'aquest refredament, al qual ens referim com un aterratge suau o abrupte (*soft* o *hard landing*). No obstant això, el que observem des de l'inici d'enguany és una economia que continua creixent amb una fortalesa molt poc habitual en aquest entorn de tipus d'interès elevats. Així, els analistes han començat a revisar a la baixa la probabilitat que li assignen al fet que es produeixi una recessió a un any vista als EUA (vegeu el primer gràfic). I no solament això, sinó que els últims indicadors econòmics apunten a un ritme sòlid de creixement del PIB també en el 3T, entre el 0,5% intertrimestral, segons el *nowcasting* de la Reserva Federal de Nova York, i l'1,3%, segons el de la Reserva Federal d'Atlanta.

Els motius a favor d'una recessió

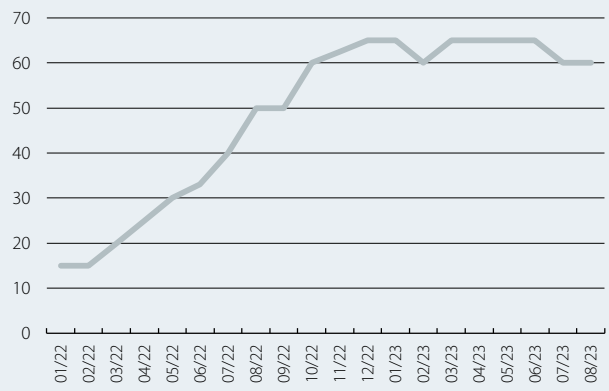
No és una sorpresa que l'enduriment monetari dut a terme per la Reserva Federal des de l'inici del 2022 pretengui refredar una economia que donava senyals de sobreescalfament (especialment visible en el repunt de la inflació). De llavors ençà, els factors relacionats amb la pandèmia que van provocar aquest desequilibri entre l'oferta i la demanda agregada s'han anat solucionant (per exemple, els colls d'ampolla en les cadenes globals de distribució, el massiu estalvi embassat o els canvis en els patrons de consum entre béns i serveis) i han ajudat a observar un descens de la inflació i la moderació d'una bona part dels indicadors econòmics. No obstant això, els retards amb què la política monetària sol afectar l'economia suggereixen que encara queda marge per al refredament en els següents trimestres.[1] Un dels principals canals que es veu afectat per les pujades de tipus dels bancs centrals és el de les condicions financeres i creditícies. Tal com ho hem descrit en un article anterior,[2] els estàndards de crèdit s'han endurit com pretenia la Reserva Federal i, alhora, la demanda de crèdit també s'ha afeblit. De fet, les nostres estimacions apuntaven a un enduriment de les condicions creditícies que estaria associat amb una caiguda de l'activitat de 0,7 p. p.

Així mateix, històricament, hi ha diversos senyals que, en activar-se, han anticipat futures recessions. Entre les més destacades hi ha la inversió de la corba de tipus sobirans. Són ja més de 300 dies des que es va invertir el diferencial entre el *treasury* a 10 anys i el *treasury* a 3 mesos, situació que, històricament, ha pronosticat millor les recessions.

1. És famosa aquesta frase de Milton Friedman: «la política monetària afecta l'economia amb retards variables i incerts». Les estimacions suggereixen que aquests retards es podrien situar entre els 6 i els 12 trimestres.
2. Vegeu el Focus «La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació», a l'IM06/2023.

EUA: probabilitat de recessió segons el consens d'analistes de Bloomberg

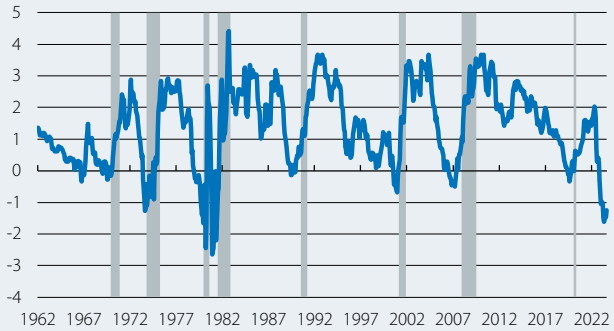
(%)



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

EUA: recessions i el pendent de la corba de tipus d'interès

(p. p.)



Notes: *Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió segons l'NBER. Mostrem el diferencial entre el tipus del deute a 10 anys i a 3 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'NBER.*

De fet, segons el nostre model, la inversió actual de la corba té associada una probabilitat de recessió que, segons l'especificació utilitzada, fluctua entre el 70% i el 80%.[3]

Què sosté l'economia nord-americana?

Si tot apunta al fet que l'economia dels EUA s'hauria d'estar contraient (o que ho hauria de fer aviat), què evita aquest escenari? Podem respondre aquesta pregunta, primer, mirant el PIB des de diferents prismes. Si observem el PIB des del costat de la demanda, veiem que el consum públic ha estat un matalàs important per a l'activitat, amb increments intertrimestrals de l'1% de mitjana en els quatre últims trimestres, el mateix que la inversió no residencial.

3. Vegeu el Focus «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA», a l'IM05/2018.

El consum privat, que sol ser el principal motor de l'economia, va créixer d'acord amb el PIB, amb una mitjana del 0,6% intertrimestral, mentre que el sector exterior va tenir una contribució més aviat modesta al creixement del PIB. El component que sí que ha llastat l'avanç del PIB ha estat la inversió residencial, que acumula nou trimestres consecutius de caiguda (el –22%). D'altra banda, si observem el PIB des del costat de l'oferta i analitzem quant valor afegit van oferir els diferents sectors, destaquen en positiu les arts i l'oci, la informació i la mineria. A la banda decebedora trobem les finances i les assegurances, les manufactures i la construcció, que representen el 19%, l'11% i el 3%, respectivament, del total de la producció i que acumulen quatre trimestres estancats o en reculada.

I, per acabar-ho d'embolicar, els senyals mixtos al mercat laboral i al sector immobiliari

Un indicador que també ens suggereix que l'economia dels EUA gaudeix de bona salut és el mercat laboral, amb la taxa d'atur en el 3,8% i la ràtio de vacants d'ocupació per aturat en l'1,4 (amb una mitjana històrica de 0,7). No obstant això, també trobem ja diversos senyals de normalització, com la creació d'ocupació mensual, que s'ha situat en 150.000 treballadors en la mitjana dels tres últims mesos, molt per sota dels 400.000 de mitjana del 2022 i fins i tot una mica per sota de la mitjana entre el 2015 i el 2019 (190.000). A més a més, si ens centrem en els sectors que contribueixen a aquesta creació d'ocupació, veiem que educació i salut, amb un pes del 16% de la força laboral, contribueix en més del 50% a la nova creació d'ocupació. Aquesta dada és destacable, perquè la dinàmica del sector d'educació i salut no és el millor termòmetre del cicle econòmic. Altres sectors, com les manufactures, el professional i negocis o la restauració i l'oci, podrien ser més indicatius de les dinàmiques i de les tendències de la demanda d'ocupació.

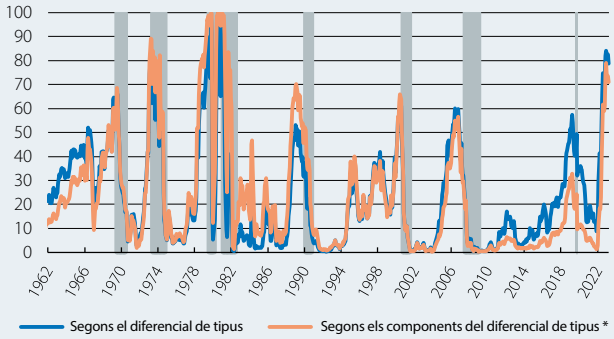
El sector immobiliari, com ja hem esmentat, acumula nou trimestres consecutius de caiguda. Ha patit, primer, l'expectativa d'una política monetària més restrictiva i, després, la seva confirmació. No obstant això, en els últims mesos, estem assistint a una recuperació de la seva activitat: el nombre de compravendes i els nous visats d'obra han començat a repuntar aquest estiu i podrien estar ja sortint del pou en què van entrar des de l'inici del 2022, en el que podria ser el principi de la recuperació d'aquest sector.

Amb aquest còctel d'indicadors apuntant en direccions oposades, pronosticar el creixement econòmic s'ha tornat una tasca encara més complexa. Així i tot, creiem que assistirem a un refredament gradual de l'activitat, un *soft landing* que comportaria diversos trimestres amb l'economia dels EUA pròxima a l'estancament.

Ricard Murillo Gili

EUA: probabilitat de recessió segons la corba de tipus

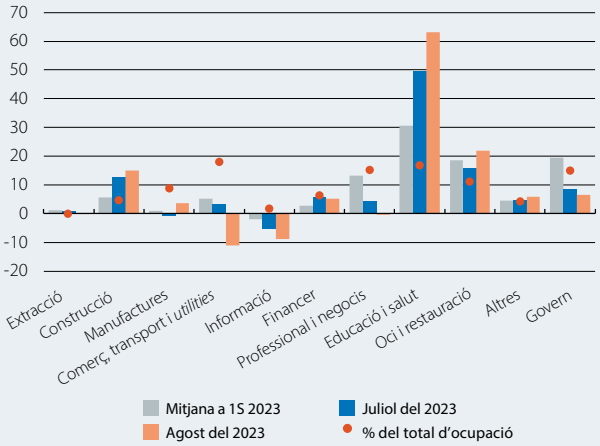
(%)



Notes: *Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió segons l'NBER. * Els components del diferencial de tipus s'obtenen mitjançant un model que separa del tipus d'interès observat el component pur d'expectatives de tipus i la prima temporal. Vegeu Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the term structure with linear regressions», Journal of Financial Economics.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Reserva Federal de Nova York i de l'NBER.*

EUA: creació d'ocupació mensual per sector

(% sobre el total)



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

Canvi de marxa a l'economia xinesa: canals de contagi i implicacions globals

La història econòmica de la Xina en les últimes dècades és de múltiples èxits, amb un creixement ràpid del PIB, una forta reducció de la pobresa i l'emergència del país com el major exportador de béns del món. Però el model de desenvolupament econòmic xinès, ancorat en la puixança del sector exterior i en l'acumulació ràpida de capital, també ha acumulat desequilibris, com una acumulació ràpida de deute i una dependència excessiva del sector immobiliari. D'altra banda, l'elevada quota de mercat global de la Xina fa més difícil l'expansió continuada de les seves exportacions, en particular en un entorn de fragmentació geoeconòmica. Sembla que les autoritats xineses també estan disposades a tolerar un menor ritme de creixement, assumint com a prioritat la seva seguretat econòmica. Quines implicacions tindrà aquest nou entorn macroeconòmic per a la Xina i quines ramificacions generarà a nivell global?

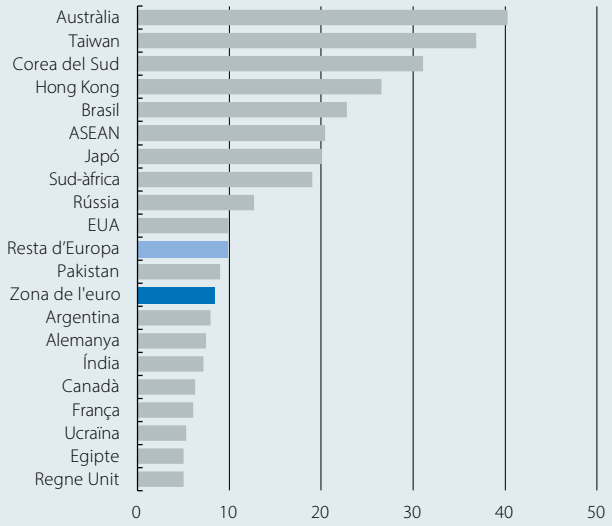
Alentiment a la Xina i canals de contagi globals

La «nova era» de creixement a la Xina comportarà, sense cap mena de dubte, un alentiment significatiu en relació amb les taxes de creixement registrades al llarg de les últimes dècades. Entre el 2000 i el 2019, per exemple, la Xina va sostenir un creixement mitjà del 9%. Però diversos vents en contra es van acumulant. Més enllà dels ja exposats, se sumen factors demogràfics; la dificultat de reequilibrar l'economia i d'estimular el consum intern com a motor de creixement; la competència externa, en particular d'altres economies asiàtiques emergents; el recent «enfocament regulador» que afecta directament alguns sectors de major creixement (com les grans tecnològiques), i un augment de les tensions comercials. Així, l'FMI preveu que el creixement de la Xina hauria de convergir cap al 3% al final d'aquesta dècada.

Malgrat que una transició gradual cap a un creixement més baix i un «aterratge forçós» actuarien per canals diferents i tindrien implicacions globals també diferents, estimacions recents suggereixen efectes significatius d'un alentiment a la Xina sobre l'economia global en els dos casos. El BCE estima que, en un escenari d'alentiment gradual del creixement, cada 1 p. p. menys de creixement a la Xina restaria entre 0,1 i 0,4 p. p. al creixement del PIB de la zona de l'euro.[1] Per la seva banda, el Banc d'Anglaterra estima que un alentiment gradual del creixement xinès produiria un impacte dins el mateix rang de magnitud sobre l'economia britànica, mentre que un «aterratge forçós» comportaria un 1 p. p. menys de creixement l'any de l'impacte, que, fins i tot, es podria duplicar si aquest aterratge impactés significativament sobre els mercats financers globals.[2]

Exportacions a la Xina

(% de les exportacions totals de cada país)



Notes: *A la resta d'Europa, s'inclouen els següents països: la República Txeca, Dinamarca, Hongria, Islàndia, Noruega, Polònia, Suècia, Suïssa, Turquia, Bielorússia, Bulgària, Croàcia, Romania i Ucraïna. S'utilitza la mitjana entre el 2015 i el 2020 i només s'inclouen a la taula països amb exportacions a la Xina superiors al 5% del total.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

En els dos escenaris s'activarien canals de contagi tradicionals cap a altres economies. D'una banda, s'activarien els canals financers, el paper dels quals ha estat històricament important en la transmissió dels xocs internacionals. Directament, i malgrat la dimensió de la Xina en l'economia global, el seu sistema financer encara no està gaire integrat en el sistema financer global.[3] No obstant això, els canals financers indirectes podrien ser més importants, mitjançant un augment del risc percebut pels inversors i el deteriorament de les perspectives de beneficis de moltes grans empreses per a les quals el mercat xinès representa una font important d'ingressos.

Un altre canal de contagi inclou els mercats de primeres matèries, on la Xina representa una fracció significativa de la producció i del consum globals d'alguns d'aquests productes, i la seva menor demanda podria tenir repercussions substancials sobre els preus. Per a països importadors nets de primeres matèries, com és el cas de la zona de l'euro,

1. Vegeu Dieppe, A. *et al.* (2018), «The transition of China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper, núm. 206. Els autors estimen que una desacceleració gradual del creixement a la Xina, arran de la introducció de reformes estructurals més ambicioses per part de les autoritats per reequilibrar l'economia (amb un estímul del consum i amb una reducció de la ràtio d'inversió en relació amb el PIB), produiria menys creixement a la Xina a curt termini (aproximadament, 1 p. p. menys a l'any), la qual cosa comportaria una caiguda acumulada del 3,4% del nivell del PIB xinès al cap de tres anys. Aquest xoc produiria un impacte negatiu acumulat del 0,3% sobre el PIB de la zona de l'euro, que podria arribar a l'1,1% en funció de la resposta de les autoritats xineses i si s'intensifiqués la força dels diferents mecanismes de transmissió.

2. Vegeu Gilhooly, R. *et al.* (2018), «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin, 2T 2018. L'escenari d'alentiment gradual s'estima com un alentiment de 2 p. p. del creixement de la Xina en el primer any i d'1 p. p. en el segon, amb una reducció del nivell de PIB xinès del 3% al cap de tres anys. En aquest escenari, el nivell del PIB britànic seria el 0,5% inferior en el tercer any. L'«aterratge forçós» considera una caiguda ràpida de 8 p. p. del nivell de creixement de la Xina en el primer any, que, tot i que rebotaria a partir del segon any, produiria un nivell de PIB a la Xina el 10% inferior en el tercer any. En aquest escenari, el nivell de PIB britànic se situaria entre l'1,4% i el 2,8% per sota al cap de tres anys, en funció de l'activació de canals amplificadors globals, com les turbulències financeres i les correccions brusques en preus d'actius i de divises.
3. S'estima que la participació de la Xina en els actius i passius externs globals s'acosta al 5%. Els vincles bancaris de la Xina amb la majoria de països són també limitats, amb l'excepció dels estrets vincles amb el Regne Unit, a través de Hong Kong.

aquest efecte podria contrarestar, en part, els impactes negatius per altres canals, podria impulsar el consum i podria produir, al mateix temps, un efecte desinflacionista.

Finalment, un xoc en l'economia xinesa afectaria la resta del món mitjançant els fluxos de comerç internacional i la reducció de la demanda externa de la Xina. Una primera aproximació a aquest canal es pot obtenir amb l'exposició comercial directa a la Xina. Destaquen la pràctica totalitat de la regió asiàtica, per a la qual la Xina representa més del 20% de les exportacions, i altres països geogràficament pròxims, com Austràlia (el 40%). Als EUA i a la zona de l'euro, aquesta xifra s'acosta al 10%. Aquests vincles comercials directes suggeririen un impacte rellevant, tot i que limitat, però cal afegir també els vincles indirectes, derivats de l'estatus de la Xina com a segona major economia del món i de la seva centralitat en les cadenes globals de valor.

Contagi per la via del comerç internacional: el cas de la zona de l'euro

En aquest sentit, cal considerar que la zona de l'euro està també directament exposada a països amb una exposició elevada a la Xina, de manera que un alentiment de l'economia xinesa reverberaria, de manera indirecta mitjançant les connexions comercials amb aquests països, en l'economia europea. Per exemple, més del 10% de les exportacions de la zona de l'euro van als països ASEAN, el Japó, Corea del Sud, Taiwan o Hong Kong, i tots aquests països tenen, al seu torn, exposicions directes a la Xina superiors al 20%. D'altra banda, gairebé la meitat de les exportacions totals de la zona de l'euro van als EUA o a la resta d'Europa, i l'alentiment en aquests països per unes menors exportacions a la Xina també afectaria la zona de l'euro.

Per il·lustrar un impacte total que inclogui efectes comercials directes i indirectes, considerem dos escenaris d'alentiment de l'economia xinesa: el d'una caiguda del 10% de les importacions de la Xina i el d'una caiguda gradual del 2% anual al llarg de cinc anys. En el primer escenari, l'impacte directe sobre les exportacions de la zona de l'euro és del –0,8%, explicat, senzillament, pel pes que les exportacions a la Xina tenen en el bloc europeu. D'altra banda, estimem l'impacte indirecte en el 0,9%, la qual cosa duria l'impacte total d'una caiguda del 10% de les importacions de la Xina a l'1,8% de les exportacions europees.

Així, la consideració dels impactes indirectes fa que es dupliqui amb escreix l'impacte total de l'alentiment xinès sobre l'economia europea mitjançant el comerç internacional. Prenent un exemple concret de l'exercici, la caiguda del 10% de les importacions de la Xina comportaria una caiguda del 2% de les exportacions dels països ASEAN, la qual cosa produiria una caiguda addicional de 0,08 p. p. en les exportacions de la zona de l'euro.[4] D'altra banda, malgrat que l'exposició dels EUA a la Xina sigui menor, els majors vincles comercials de la zona de l'euro amb el país farien que l'impacte indirecte addicional fos, aproximadament, el doble, de 0,15 p. p.

Per traduir l'impacte en termes de PIB, cal tenir en compte que una part de les exportacions brutes de la zona de l'euro incorporen béns i serveis intermedis importats d'altres països.[5] Així, en conjunt, estimem que un alentiment més abrupte de la Xina produiria un impacte, per la via de la contracció dels fluxos de comerç internacional, del 0,7% sobre el PIB de la zona de l'euro, mentre que un alentiment gradual podria produir un impacte anual entre el 0,1% i el 0,2% sobre el creixement anual, xifres coherents amb els rangs suggerits pel BCE i pel Banc d'Anglaterra (atès que les nostres estimacions són parcials i caldria afegir-hi la resta de canals esmentats).

Exposició a la Xina i impactes d'un alentiment a la Xina sobre la zona de l'euro

	Exposició de la zona de l'euro (%)	Exposició a la Xina (%)	Impacte estimat sobre exportacions zona de l'euro (p. p.) *Escenari caiguda 10%*	Impacte anual estimat sobre exportacions zona de l'euro (p. p.) *Escenari alentiment gradual*
Impacte directe				
Xina	8,4	–	–0,84	–0,17
Impacte indirecte			–0,92	–0,18
Austràlia	1,3	40,2	–0,05	–0,01
Taiwan	1,0	36,8	–0,04	–0,01
Corea del Sud	2,0	31,1	–0,06	–0,01
Hong Kong	0,7	26,5	–0,02	0,00
Brasil	1,8	22,8	–0,04	–0,01
ASEAN	3,8	20,4	–0,08	–0,02
Japó	2,9	20,1	–0,06	–0,01
Sud-àfrica	0,7	19,1	–0,01	0,00
Aràbia Saudita	1,4	16,2	–0,02	0,00
Rússia	3,1	12,7	–0,04	–0,01
EUA	14,8	9,9	–0,15	–0,03
Resta d'Europa *	25,2	9,9	–0,25	–0,05
Índia	2,1	7,2	–0,02	0,00
Canadà	1,8	6,3	–0,01	0,00
Regne Unit	11,5	5,0	–0,06	–0,01

Notes: ** A la resta d'Europa, s'inclouen els següents països: la República Txeca, Dinamarca, Hongria, Islàndia, Noruega, Polònia, Suècia, Suïssa, Turquia, Bielorússia, Bulgària, Croàcia, Romania i Ucraïna. L'exposició de la zona de l'euro es calcula com el percentatge de les exportacions de la zona de l'euro a cada país o regió. L'exposició a la Xina es calcula com el percentatge de les exportacions de cada país a la Xina. Els impactes indirectes s'han de llegir com una suma, en p. p., dels impactes indirectes d'un alentiment a la Xina sobre les exportacions de la zona de l'euro, a través de cada país. L'impacte total, en %, és la suma de l'impacte directe i dels impactes indirectes. No s'inclouen a la taula països com el Kazakhstan, el Pakistan, l'Argentina, Ucraïna o Egipte, tots amb exposicions a la Xina superiors al 5%, però amb una exposició reduïda de la zona de l'euro (inferior a l'1%).*
Font: *CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de l'OCDE.*

Implicacions globals d'un alentiment a la Xina

Independentment del patró d'alentiment del gegant asiàtic, l'economia global sentirà els seus efectes mitjançant múltiples canals de contagi, que actuaran amb diferents intensitats en funció del tipus de xoc. A més del que ja s'ha comentat, l'estimació exacta de la magnitud de l'impacte global pateix dues dificultats addicionals: d'una banda, la resposta de política monetària i fiscal a un alentiment de l'economia xinesa, tant pel costat de la Xina com dels seus socis comercials, és imprevisible; de l'altra, si realment es tractés d'una «nova era» per a la Xina, llavors la resta del món navegarà també per aigües incertes.

Luís Pinheiro de Matos

4. Assumim que cada país reduiria les seves importacions de la resta del món en la mateixa proporció que s'han reduït les seves exportacions totals a la Xina (no tenim en compte el possible augment a altres països o a altres regions).

5. Segons les dades de l'OCDE, el 18% del valor afegit de les exportacions europees té l'origen a l'exterior. El pes relatiu de les exportacions en el PIB a la zona de l'euro és del 47%.

Quo vadis, globalització? (part I): el llarg alentiment

En l'última dècada, el debat sobre la configuració i les conseqüències de la globalització ha adquirit una gran visibilitat i rellevància, amb nombroses veus afirmant que cal repensar-la, ja sigui per limitar-la, per revertir-la o per reconfigurar-la. En aquest article i en el següent, analitzem el recorregut d'aquests debats i la salut de la globalització. Per fer-ho, primer analitzem les tendències estructurals, de caràcter agregat i a més llarg termini, per passar després a l'evidència indiciària de les últimes dades disponibles, de caràcter més parcial. El nostre objectiu és desentranyar les principals dinàmiques que estan succeint en un procés tan complex i, per descomptat, global.

L'alentiment gradual de la globalització...

La dimensió més clara del desenvolupament de la globalització econòmica des dels anys vuitanta va ser l'auge del comerç mundial, que, des de la crisi financera, llança senyals d'alentiment, tot i que no d'estancament. Si ens centrem en el comerç de béns, únic per al qual hi ha disponibles dades en termes reals i gran protagonista de la globalització fins ara, va assolir el seu màxim en relació amb el PIB el 2008, després de gairebé 25 anys d'una expansió formidable. És ressenyable que el moment d'aquest alentiment és anterior al fet que el debat polític sobre la globalització guanyés rellevància, la qual cosa fa pensar que aquesta desacceleració té causes més complexes i diverses.

... un procés heterogeni per països però homogeni en productes...

La tendència d'alentiment comercial no és homogènia entre les principals economies mundials, com caldria esperar en un escenari de desglobalització «radical» (és a dir, d'arrel). Així, els principals culpables, entre les grans economies exportadores, serien la normalització del creixement de la Xina (una economia més orientada ara cap al consum intern) i un estancament relatiu del sector exterior dels EUA. Aquesta menor importància del sector exterior també hauria facilitat, en aquestes economies, una desconnexió comercial relativament indolora, com s'explica al següent Focus.

En qualsevol cas, el sector exterior continua sent molt rellevant per a economies com la UE o el Japó, on les exportacions en relació amb el PIB no han deixat d'augmentar. No obstant això, el repunt recent d'aquesta ràtio podria estar distorsionat pels efectes de la COVID, tant pel canvi en els patrons de consum, com per un menor creixement econòmic.

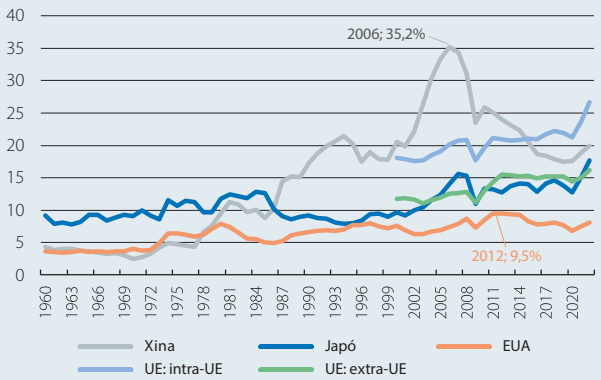
Per productes, la imatge és diferent, i l'alentiment és degut, principalment, als béns manufacturats. Després de ser el motor de la globalització, en l'última dècada, les seves taxes de creixement han estat similars a les del PIB mundial en preus corrents, de manera que el seu pes relatiu s'ha estabilitzat al voltant del 15% del PIB. Les fluctuacions en el pes de les primeres matèries, que es reflecteixen en la ràtio d'exportacions en relació amb el PIB en termes nominals, però no en termes reals, són degudes més a variacions en el preu que en el volum, mentre que les exportacions de serveis, que podrien ser un altre vector de creixement de la globalització en els propers anys, continuen guanyant importància de forma gradual.

... i motivat, en gran part, per l'entorn financer

L'alentiment del comerç de manufactures seria especialment preocupant per a la salut de la globalització si fos degut al desacoblament de les cadenes de valor globals (CVG). Per avaluar l'evolució i la longitud de les CVG

Evolució de la ràtio d'exportacions de béns/PIB, per geografia

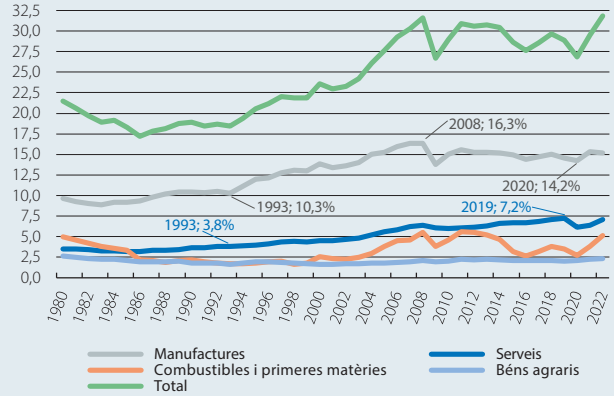
(% del PIB nominal)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC i del Banc Mundial.*

Evolució de la ràtio d'exportacions de béns i serveis/PIB

(% del PIB mundial en termes nominals)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC i del Banc Mundial.*

podem, com ho proposen alguns autors,[1] utilitzar la ràtio entre el valor afegit i la producció bruta, que suma, al valor afegit brut, el valor de tots els *inputs* intermedis. Així, quan les empreses d'un país s'especialitzen i la producció es torna més diversificada i deslocalitzada, la ràtio entre el valor afegit brut domèstic i la producció bruta disminueix. Aquesta ràtio és, per tant, inversament proporcional a la longitud, o complexitat, de les CVG.

Doncs, bé, en termes agregats mundials, i igual que succeeix amb el comerç de béns, l'expansió de les CVG ha tocat sostre i s'ha mantingut gairebé estable en els 10 últims anys. No obstant això, ara com ara, també és difícil apreciar una reversió clara i generalitzada. No obstant això, com es presentarà al següent article, sí que comença a haver-hi indicis concrets de fragmentació i de relocalització cap a economies afins.

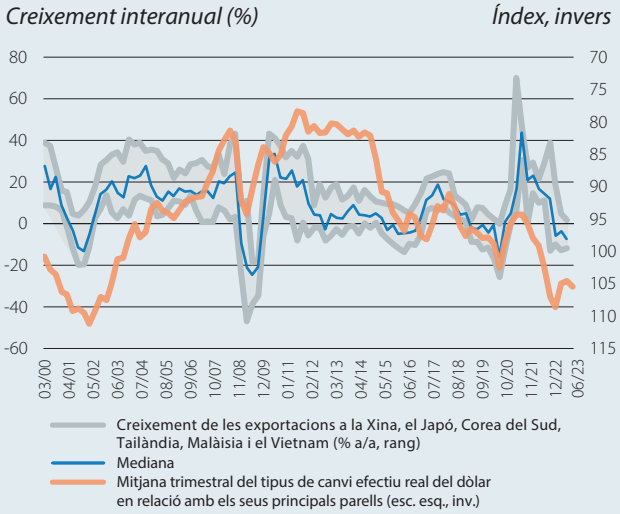
D'altra banda, sí que sembla que l'evolució de l'entorn macrofinancer està contribuint més directament a l'alentiment del comerç de manufactures. Segons diversos autors,[2] el desenvolupament de les CVG va facilitar mètodes de producció –com el famós *just in time*– que demanaven una inversió i un finançament corrent molt elevats. La deslocalització d'una cadena productiva comporta un major actiu circulant per a qualsevol empresa (el que estigui en trànsit a cada moment entre les diferents etapes del procés) i, per tant, un major cost financer, que, de fet, augmenta amb cada nova etapa de la deslocalització productiva.[3] Per tot plegat, el desenvolupament de les CVG va dependre estretament de les condicions financeres globals i, per tant, de la fortalesa del dòlar nord-americà (USD).

Així, malgrat que un dòlar apreciat pogués abaratir les importacions dels EUA, dificultaria el finançament de processos productius i exportadors complexos a la resta del món i llastaria el comerç mundial. De fet, des del començament dels 2000, la fortalesa de l'USD i el dinamisme del comerç mundial de béns mostren una elevada correlació.

Aquesta correlació també s'observa amb les exportacions de les principals economies asiàtiques, de manera que, per la recent apreciació del dòlar en relació amb les seves divises, derivada de les majors expectatives de tipus d'interès davant la resiliència de l'economia nord-americana, podria ser un impediment per al comerç internacional fins al final d'enguany.

1. Vegeu Richard Baldwin (2022), «Globotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Sector», BCE, Forum on Central Banking, 2022.
2. Vegeu Bruno, V. i Shin, H. S. (2021), «Dollar and Exports», CEPR Discussion Papers, 16.311.
3. Vegeu Kim, S. i Shin, H. S. (2023), «Theory of supply chains: a working capital approach», BIS Working Papers, 1.070, Bank for International Settlements.

Creixement de les exportacions de les principals economies asiàtiques i evolució del dòlar



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

La globalització comercial mostra, des de fa 15 anys, senyals d'alentiment, tot i que no és generalitzat entre països. A més a més, ara com ara i en termes agregats, no sembla que l'alentiment sigui degut a un escurçament de les CVG. Una explicació potencial d'aquesta tendència, plantejada per alguns dels estudis esmentats, és que el fort procés de deslocalització de la producció manufacturera cap a Àsia o els països de l'antic bloc soviètic, impulsat per l'arbitratge que oferia una mà d'obra formada i amb salaris baixos, s'hauria esgotat. Això s'explicaria tant pel desenvolupament econòmic d'aquests països com per la maduració del procés, que fa que les empreses reavaluïn, després de dècades d'experiència, la conveniència i la rendibilitat de deslocalitzar segons quines parts del procés productiu. D'altra banda, les condicions financeres, que van poder suportar i incentivar el procés al començament del segle, no han estat tan favorables en els últims anys, i encara menys després de les pujades de tipus d'interès des del 2022.

David del Val Gómez

Quo vadis, globalització? (part II): la fragmentació de l'economia mundial

La globalització comercial mostra una gran resiliència després de la crisi de la COVID i fins al 2022, en una tendència a llarg termini d'alentiment. Com repassem al Focus anterior, aquest alentiment es pot explicar com la maduració lògica d'un llarg procés d'obertura de mercats, afectat, a més a més, per un enduriment de les condicions financeres. Aquests dos moviments vindrien a descartar la tesi que pugui succeir una desglobalització d'arrel. En aquest segon Focus, passem a analitzar l'evidència dels últims mesos, que, de forma encara parcial i indiciària però rellevant, ja que afecta les principals economies, apunta a una fragmentació creixent de la globalització, la qual podria tenir diversos efectes.

La desconnexió reeixida dels EUA de la Xina

Malgrat no acaparar tants titulars com en el passat, la guerra comercial sino-nord-americana continua, com ho demostren els elevats aranzels que mantenen les dues economies cap a la contrapart.[1] A més a més, tot fa pensar que la política de desconnexió dels EUA de la Xina està aconseguint els seus objectius, ja que s'ha reduït el dèficit comercial amb la Xina en termes de PIB i la Xina ha perdut una quota important de mercat en les importacions dels EUA a favor dels principals socis comercials dels EUA, en particular de Mèxic.

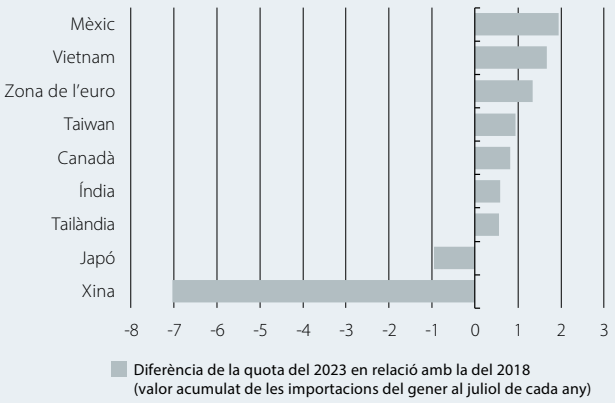
A més a més, no sembla que s'estigui donant una derivació comercial, en què les exportacions xineses estiguin buscant rutes alternatives per defugir els aranzels, o una relocalització de les empreses xineses. Mentre que, per a l'Índia o per al Vietnam, el valor dels productes que importen des de la Xina ha augmentat més que les seves exportacions als EUA, això no succeeix en el cas de Mèxic, del Canadà, de Taiwan o de la zona de l'euro. En termes d'IED, els volums d'inversió xinesos en aquestes economies tampoc no assoleixen encara els dels socis comercials més afins.

D'altra banda, els EUA no solament estarien canviant de proveïdors, sinó que, com ho assenyalen diversos estudis recents, el país està sent capaç de relocalitzar una part de la producció externalitzada amb anterioritat a la Xina a socis afins, com Mèxic i el Vietnam, o fins i tot dins els mateixos EUA.[2]

1. Vegeu Bown, C. P. i Kolb, M., (2023), «Trump's Trade War Timeline: An up-to-date guide», Peterson Institute for International Economics.
2. Vegeu Alfaro, L. i Chor, D. (2023), «Global Supply Chains: The Looming "Great Reallocation"», National Bureau of Economic Research, núm. w31661.

Variació en la quota d'importacions dels EUA, per país

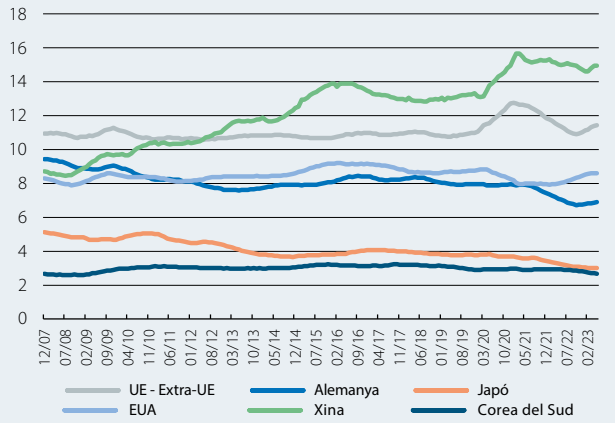
(p. p.)



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

Quota d'exportacions globals, per país

(% de les exportacions globals, suma mòbil 12 mesos)



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

Un procés amb poc impacte sobre les dues economies

Atès que els dos principals partits polítics dels EUA comparteixen l'objectiu de la desconnexió de la Xina, cal esperar que s'aprofundeixi i augmenti la tendència a la fragmentació de l'economia global. A més a més, fins ara, la desconnexió no està afectant el creixement econòmic dels EUA ni dels seus exportadors, que no han perdut quota comercial global, a diferència dels alemanys o dels japonesos.

D'altra banda, la Xina sí que ha perdut quota de mercat global des del repunt que va tenir en el primer any de la pandèmia, tot i que encara la manté per damunt de la que tenia el 2018, i caldrà esperar una mica encara per veure l'impacte de la seva reobertura postCOVID. El país ha evi-

tat un impacte més intens de la guerra comercial amb els EUA substituint el mercat nord-americà per l'europeu. De fet, en termes relatius pel que fa al PIB, a mesura que els EUA limitaven l'exposició a la Xina, la de la UE no va parar d'augmentar, si més no fins al final de l'any passat. Tot i que és cert que la UE ha patit una recuperació del PIB postpandèmia més lenta que la dels EUA, la qual cosa podria estar distorsionant aquesta tendència, la veritat és que la Xina està sent cada vegada més capaç d'exportar productes d'alt valor afegit a la UE (per exemple, cotxes elèctrics).

Una altra derivada de la desconnexió entre la Xina i els EUA que amenaça la salut de la globalització addicional és l'agressiva política industrial i de subsidis dels dos països, que pot adulterar la competència amb la indústria de la resta de països.

En el cas dels EUA, els grans paquets d'estímul públic per impulsar les indústries verda i digital[3] estan causant un fort repunt de la inversió manufacturera, la qual, fins i tot en termes de volum en relació amb el PIB, se situa al voltant de màxims de les dues últimes dècades. Aquest repunt de la inversió s'està dirigint a la construcció de noves fàbriques de la indústria electrònica, la qual cosa hauria d'afavorir un creixement sostingut de la productivitat en els propers anys.

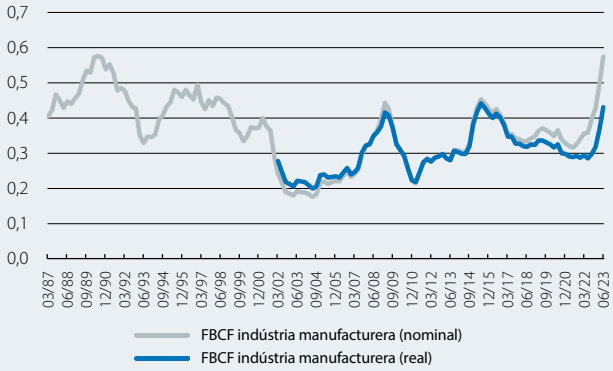
En el cas xinès, la política industrial s'està concentrant en l'increment de la producció de cotxes elèctrics, la qual cosa li està permetent guanyar una forta quota de mercat a Europa. Això està causant ja tensions comercials, i, de fet, la Comissió Europea acaba d'anunciar que obrirà una investigació sobre les subvencions públiques que pugui estar rebent la producció de vehicles elèctrics a la Xina i que podrien estar distorsionant el mercat comunitari. En aquest cas, la UE podria imposar uns aranzels més elevats (que, en l'actualitat, se situen en el 10%) als automòbils xinesos, en una mostra dels riscos que l'ús descoordinat dels subsidis públics al desenvolupament industrial representa per a la globalització (entre altres problemes).

Tot i que les dades agregades de comerç mundial no mostren encara una desglobalització radical, sinó un alentiment gradual, fruit de l'esgotament esperable d'un procés d'obertura de mercats, hi ha cada vegada més evidència que apunta a una fragmentació creixent de l'economia mundial en els últims trimestres. I, malgrat que aquesta fragmentació podria arribar a tenir efectes beneficiosos en algunes de les regions del món menys involucrades en la globalització fins ara, com Llatinoamèrica, de manera que s'evitaria una caiguda significativa de les dades de comerç agregat, el seu efecte encara no s'ha fet sentir per complet. El que sembla clar és que la globalització està mutant. El comerç de manufactures no es continuarà expandint a les regions on ho ha fet durant 30 anys, tot i que el comerç de serveis encara es pot expandir de manera significativa. O, si més no, podria fer-ho si el mercat global es manté relativament unificat i connectat, quelcom que cada vegada més indicis posen en dubte.

David del Val Gómez

Efectes de la política industrial: inversió manufacturera als EUA

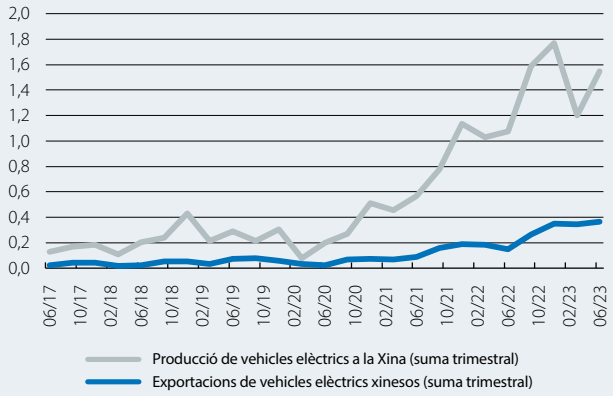
(% del PIB)



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

Producció i exportació de cotxes elèctrics a la Xina

(Milions de vehicles)



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

3. Disposats en tres grans lleis: la *Inflation Reduction Act*, la *Chips and Science Act* i la *Infrastructure Investment and Jobs Act.*

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	07/23	08/23	09/23
Activitat									
PIB real	5,8	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,4	9,3	7,5	5,9	3,3	4,7	3,6	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	114,0	108,7	103,0
Producció industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	0,0	0,2	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,4	47,6	49,0
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.447	1.283	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	307	310	304	303	302	313,7	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	–3,1
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	60,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,8	–3,7	–3,6	–3,5	–3,1	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,2	3,7	...
Inflació nucli	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,7	4,3	...

JAPÓ

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Activitat									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	1,6	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	37,1	36,2	35,2
Producció industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	–2,4	–3,7	...
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	2,7	2,7	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,0	–2,7	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,1	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,3	4,3	...

XINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
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	...	2,5	4,6	...
Producció industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	3,7	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,3	49,7	50,2
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	896	913	896	943	940	916,6	903,6	...
Exportacions	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	–5,4	–15,4	–9,5	...
Importacions	30,0	0,8	0,1	–6,7	–7,0	–6,7	–12,3	–7,3	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	–0,3	0,1	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	...
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	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	07/23	08/23	09/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–0,5	–2,5	–2,4	–2,0	–1,0	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	2,2	3,4	2,0	0,3	–1,1	–2,2	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–15,1	–16,0	–17,8
Sentiment econòmic	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	94,6	93,6	93,3
PMI manufactures	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	42,7	43,5	43,4
PMI serveis	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	50,9	47,9	48,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	...	1,9	1,6	1,6	1,3	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,6	7,5	7,3	...
PIB real *(variació interanual)*	5,8	3,4	2,3	1,7	1,1	0,5	–	–	–
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	07/23	08/23	09/23
General	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,3	5,2	4,3
Nucli	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,3	4,5

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	07/23	08/23	09/23
Saldo corrent	3,1	–0,9	–0,4	–0,9	–0,6	0,0	0,5	...	...
Alemanya	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	7,1	...	...
França	0,4	–2,0	–1,2	–2,0	–1,9	–1,8	–2,3	...	...
Itàlia	3,1	–1,2	–1,1	–1,2	–1,0	–0,4	–0,2	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	89,0	91,8	93,1	94,3	95,9	95,9	95,1

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	2,2	0,6	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,3	1,0	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,9	5,0	...
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	4,3	4,6	4,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	6,3	1,4	–3,9	–8,1	–10,5	–11,9	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	23,9	23,7	...
Instruments negociables	11,6	3,7	4,1	7,5	19,3	21,9	21,1	20,4	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,8	3,0	...

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.*

El creixement de l'economia espanyola es modera

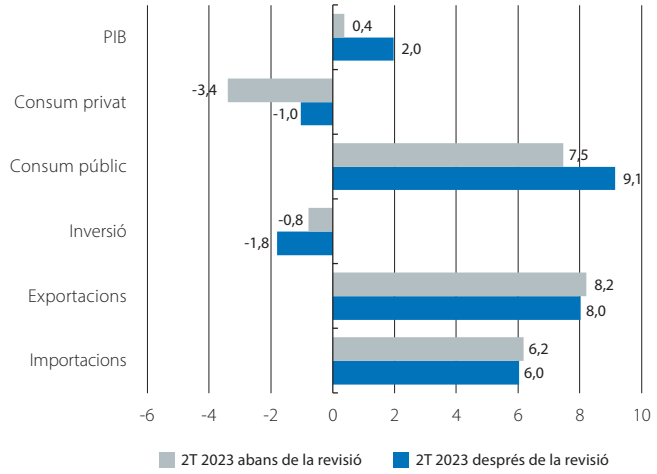
La recuperació després de la pandèmia va ser més intensa del que s'havia estimat amb anterioritat a la vista de la revisió de les dades de PIB des del 2021 efectuada per l'INE. Segons la nova senda de creixement, el PIB va créixer el 6,4% en el 2021, 0,9 p. p. més del que s'havia estimat originalment, i el 5,8% en el 2022, 0,3 p. p. més. Després d'aquestes dades, el PIB va assolir el nivell prepandèmia del 4T 2019 en el 3T 2022, en lloc de fer-ho el 2T 2023. Així mateix, l'INE ha revisat a l'alça el creixement intertrimestral del PIB del 1T i del 2T 2023 en 0,1 p. p., fins al 0,6% i el 0,5%, respectivament. D'aquesta manera, en el 2T 2023, el PIB se situa el 2,0% per damunt del nivell del 4T 2019, en lloc del 0,4% estimat amb anterioritat. Aquestes revisions en el 2022 i en el primer semestre del 2023 ens empenyen a revisar a l'alça la nostra previsió de creixement per al conjunt d'enguany en 1 dècima, fins al 2,4%.

Els últims indicadors apunten a una moderació del creixement en el 3T. Després de la sortida de l'estiu, ens trobem amb una economia en procés de desacceleració en relació amb els notables registres de creixement del primer semestre del 2023. Així, en termes d'afiliats a la Seguretat Social, la creació d'ocupació, tot i que es manté en positiu, ha passat de créixer d'un ritme superior a l'1% intertrimestral en el 2T 2023 a taxes més moderades, del 0,2% intertrimestral en el 3T 2023. Pel que fa al consum, en la mitjana del juliol i l'agost, les vendes al detall han crescut el 0,8% en relació amb la mitjana del 2T 2023 (el +1,9% intertrimestral en el 2T), la qual cosa suggereix que el consum ha continuat creixent en el 3T, tot i que a un ritme més modest que en el trimestre anterior. Així mateix, indicadors avançats basats en enquestes, com els índexs PMI, mostren que la feblesa que ha mostrat el sector manufacturer en els últims trimestres s'ha mantingut. En concret, el PMI de manufactures va marcar 47,7 punts al setembre i es va situar en territori contractiu (per sota del llindar de 50 punts) per sisè mes consecutiu, arran d'una reculada en la producció i en les noves comandes, mentre que el de serveis va repuntar lleugerament al setembre, fins als 50,5 punts, i es va situar de nou en zona expansiva després del parèntesi negatiu del mes d'agost (49,3 punts).

La creació d'ocupació s'alenteix al setembre. Al setembre, els afiliats mitjans van augmentar en 18.294 persones, xifra inferior a la de l'any passat (+29.286), però que supera la mitjana d'un mes de setembre (+14.300 de mitjana el 2014-2019). Un cop corregida l'estacionalitat, l'ocupació anota una pujada de 12.921 afiliats, l'avanç més feble en els tres últims mesos. En qualsevol cas, cal valorar positivament la capacitat de l'economia espanyola de continuar generant ocupació en un context advers. Pel que fa a l'atur registrat, va augmentar al setembre en 19.768 persones, la segona pujada consecutiva que situa el nombre total d'aturats en 2,722 milions. Aquest augment és superior al registrat al setembre de l'any passat (+17.679), però inferior a la mitjana del període 2014-2019 (+21.801).

Espanya: PIB i els seus components

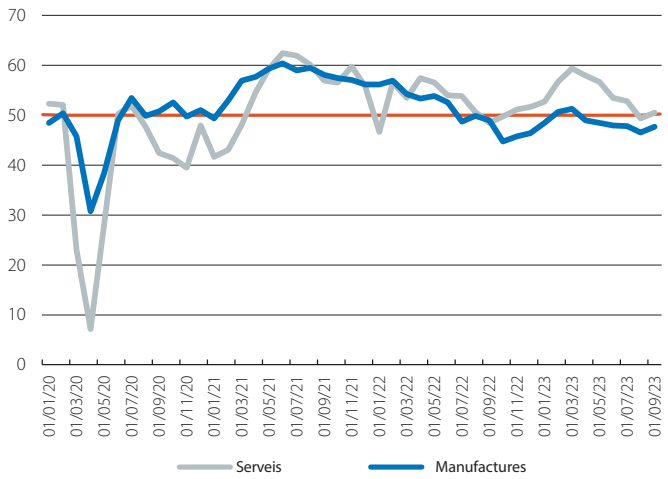
Variació 2T 2023 en relació amb el 4T 2019 (%)



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

Espanya: PMI

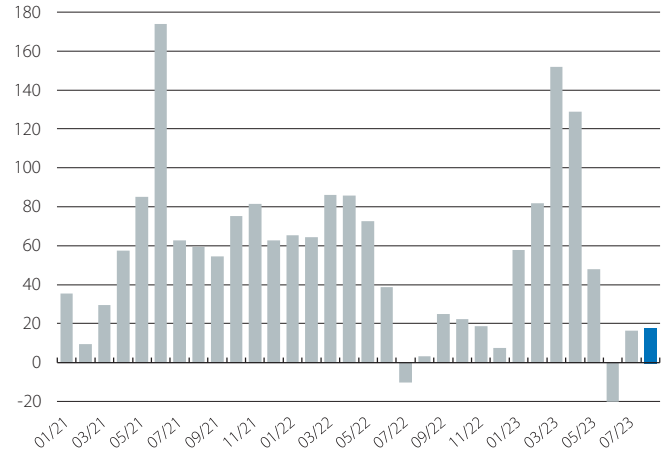
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

*Variació intermensual (milers) **



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

La inflació general a Espanya repunta al setembre, en línia amb el que s'esperava, per un efecte base en el component energètic, però la subjacent es continua moderant. L'índex general d'inflació provisional del mes de setembre es va situar en el 3,5% (0,9 p. p. més que a l'agost). D'altra banda, la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments frescos, es va situar en el 5,8%, 0,3 p. p. menys que a l'agost. La pujada de l'índex general és deguda als preus de l'electricitat i, en menor mesura, dels carburants. Aquests dos components van registrar fortes davallades al setembre del 2022.

El preu de l'habitatge va avançar de manera ferma en el 2T. En particular, el valor de taxació de l'habitatge lliure va continuar anotant creixements positius en el 2T 2023, tot i que el ritme d'avanç va ser més modest que en el trimestre previ (el 0,3% intertrimestral, en relació amb el 2,2% del 1T). En termes interanuals, el creixement gairebé es va mantenir (el 3,0%, en relació amb el 3,1% del 1T). El preu de l'habitatge mostra una resistència notable a curt termini, malgrat la forta alça dels tipus d'interès, un aspecte que estaria vinculat a l'escassa oferta d'habitatge al mercat.

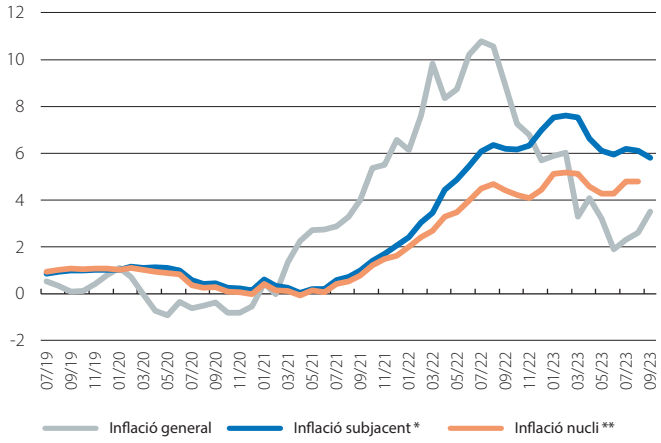
Repunt de la taxa d'estalvi de les llars gràcies a l'important avanç de la renda bruta disponible en el 2T. En concret, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en el 20,1% de la renda bruta disponible en el 2T (dada estanca, sense corregir per estacionalitat). Es tracta d'un registre més alt que en el 2T 2022 (el 14,8%) i superior als nivells prepandèmia (el 17,1% en la mitjana dels 2T 2015-2019). Aquest repunt correspon a un creixement de la renda bruta disponible en el 2T (el 12,2% interanual) molt superior al de la despesa de les famílies (el 5,2%). En l'acumulat dels quatre últims trimestres, la taxa d'estalvi va pujar al 10,2% des del 8,5% del trimestre anterior.

Les dades d'execució pressupostària fins al juliol situen el dèficit públic espanyol en el 2,2% del PIB. Així, la dada del dèficit consolidat de les Administracions públiques, sense les corporacions locals, va ser similar al del juliol del 2022 i al del juliol del 2019 (tots dos en el 2,0%). La despesa pública consolidada, per la seva banda, va repuntar en l'acumulat fins al juliol un notable 7,7% interanual i va superar l'augment dels ingressos públics (el 6,7%). Cal destacar la desacceleració dels ingressos tributaris (el +4,6% interanual en l'acumulat fins al juliol, en relació amb el +6,1% fins al juny), per la caiguda en la recaptació d'impostos indirectes al juliol (el –6,6% interanual).

El sector turístic brilla amb força. El sector turístic continua mantenint una bona tendència, amb un superàvit acumulat de la balança de serveis turístics entre el gener i l'agost de 37.501 milions d'euros, en relació amb els 27.695 milions del gener-agost del 2022. El sector turístic es va mostrar sòlid a l'agost, amb l'arribada, en aquest mes, de 10,08 milions de turistes estrangers, que van gastar 13.529 milions d'euros. Aquestes xifres se situen el 0,45% per sota del nivell registrat en el mateix mes del 2019 en el cas de les arribades (el +2,6% al juliol) i el 15,0% per damunt en el cas de la despesa (el +16% al juliol).

Espanya: IPC

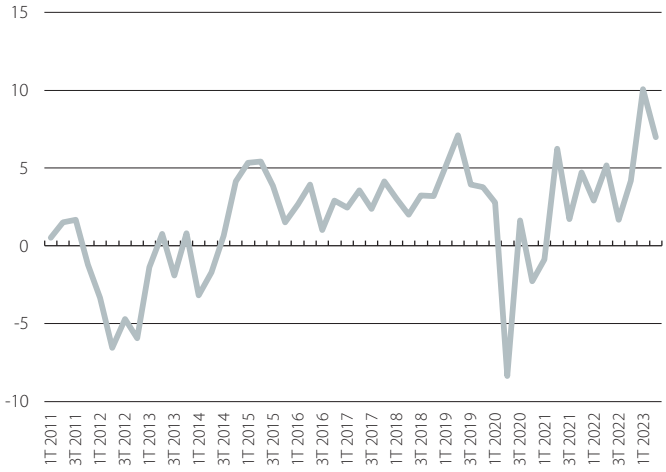
Variació interanual (%)



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

Espanya: renda bruta disponible

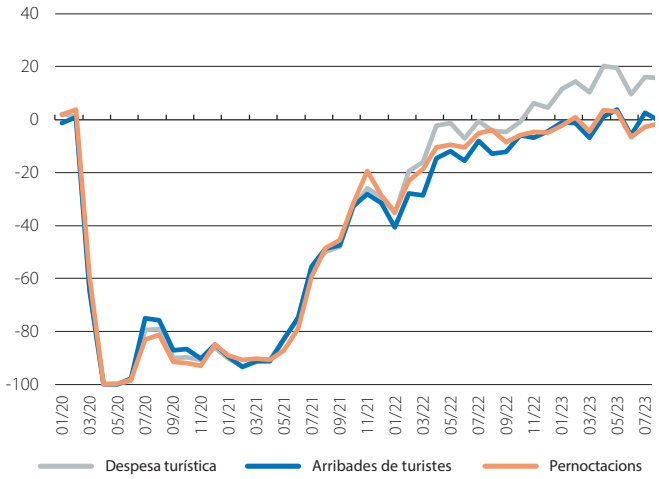
Variació interanual dada estanca (%)



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

Espanya: turisme estranger

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



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

Nou escenari macroeconòmic: el creixement econòmic a Espanya es modera

En l'últim any i mig, la nostra economia s'ha vist afectada per una hidra de tres caps. L'hidra és l'esclat de la guerra entre Rússia i Ucraïna, i els tres caps són les diferents manifestacions que comporta aquest xoc: una crisi energètica, un fort episodi inflacionista i el conseqüent enduriment de la política monetària. El primer, llevat del repunt recent del preu del petroli, ja ha quedat enrere. El segon, encara l'estem travessant. I al tercer ja li comencem a veure el rostre. En els 12 propers mesos es veurà si la dosi de política monetària serà suficient per domar la inflació i quines repercussions tindrà sobre l'activitat. En aquest article, presentem les nostres perspectives sobre aquest tema.

Breu repàs de les dinàmiques recents

Després de la sortida de l'estiu, ens trobem amb una economia en procés de desacceleració en relació amb els notables registres de creixement del 1S 2023. Així, la creació d'ocupació, tot i que es manté en positiu, ha passat de créixer a taxes pròximes a l'1% intertrimestral en el 1S 2023 a taxes més moderades, del 0,1% intertrimestral, en el que portem del 3T (ajustant, per descomptat, per efectes estacionals). Així mateix, indicadors avançats basats en enquestes, com els índexs PMI, mostren que, a la feblesa que ha vingut mostrant el sector manufacturer en els últims trimestres, s'ha afegit una pèrdua d'embranzida del sector serveis. A l'agost, tant el PMI del sector manufacturer com el del sector serveis es van situar per sota del llindar que marca creixement. Tot i que no cal treure conclusions precipitades d'aquestes lectures, sí que són un indici clar de desacceleració. Atesos aquests indicadors, les nostres estimacions suggereixen que el PIB podria créixer al voltant del 0,2% intertrimestral en el 3T 2023, en comparació amb les taxes del 0,5%-0,6% observades en la primera meitat de l'any.

El context internacional tampoc no acompanya. Els nostres principals socis comercials de la zona de l'euro també mostren símptomes de desacceleració, i una combinació de factors de demanda i oferta ha empès de nou el preu del petroli a l'alça des de mitjan juliol. Si, en la mitjana del juny, el preu del barril de Brent es va situar en els 75 dòlars, en les dues primeres setmanes de setembre, ja es va situar, de mitjana, prop dels 91 dòlars, una pujada d'una mica més del 20%. Aquest augment del preu del petroli s'ha reflectit en l'evolució de la inflació, que, des del juny, ha repres una senda alcista, a causa, en part, del fort impuls del component dels carburants.

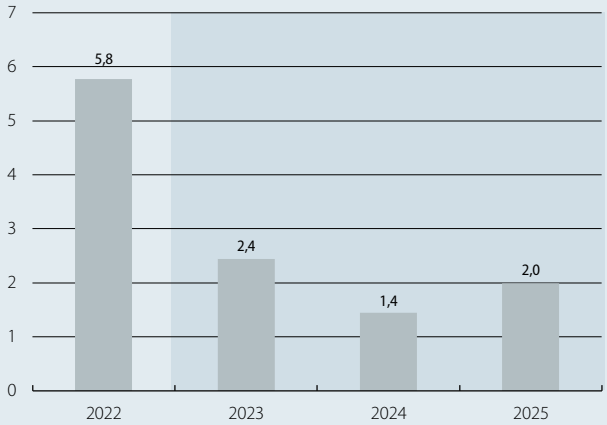
Canvis en els supòsits subjacents a l'escenari: energia i tipus d'interès

Atès aquest rerefons d'alentiment de l'activitat, els supòsits sobre l'evolució del preu del petroli i dels tipus d'interès subjacents a les projeccions dels escenaris també s'han endurit.

Les dinàmiques recents del mercat del petroli ens han empès a revisar a l'alça la projecció del barril de Brent. Si, en el nostre escenari del juliol, prevèiem un preu del petroli al voltant dels 80 dòlars per barril al final del 2023 i una mitjana de 78 dòlars el 2024, en el nostre escenari actual, preveiem que el 2023 tancarà amb un preu del petroli en els 85 dòlars i que la mitjana se situarà en els 81 dòlars el 2024. Així i tot, tenint en compte que el preu del Brent ha oscil·lat recentment al voltant dels 95 dòlars per barril, els riscos de la previsió estan esbiaixats a l'alça.

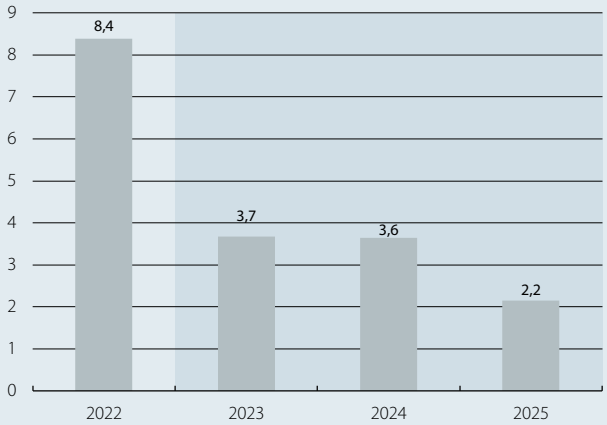
Per la seva banda, la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) de la zona de l'euro, la variable clau que segueix el BCE, es manté en cotes massa altes (el 5,3%) i la velocitat a la qual s'està desaccelerant és, segons el parer

Espanya: previsió de creixement del PIB
Variació anual (%)



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

Espanya: previsió d'inflació
Variació anual (%)



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

de la màxima autoritat monetària europea, insuficient. D'aquesta manera, a l'última reunió del setembre, el BCE va apujar el tipus *depo* al 4,0% (i el tipus de refinançament, al 4,5%) i va assenyalar que, tot i que, probablement, no continuaria apujant-los, sí que mantindria aquest nivell de tipus durant un període llarg de temps per assegurar la convergència de la inflació cap al 2%, el seu objectiu a mitjà termini. D'aquesta manera, l'expectativa del mercat és que el BCE no comenci a abaixar tipus fins a la segona meitat del 2024 i que, llavors, ho farà de manera gradual. La nostra pròpia previsió és que els tipus de referència del banc central es mantindran en els nivells actuals fins al final de l'estiu de l'any vinent. Anticipant aquest punt d'inflexió, és lògic esperar que els tipus de mercat com l'euríbor a 12 mesos se situïn, al començament del 2024, per sota dels nivells actuals i encarin una tendència a la baixa.

Perspectives

Amb aquest rerefons, preveiem que l'economia espanyola travessarà en els dos propers trimestres un període de creixement modest, amb taxes d'avanç del PIB que rondaran el 0,3% intertrimestral, afectada, principalment, per l'impacte de l'augment dels tipus d'interès que s'ha produït des del juliol del 2022 i per la marcada feblesa dels nostres principals mercats exportadors.[1] Malgrat que el sector turístic continuarà sent un motor de creixement, la seva aportació, en haver-se assolit ja cotes d'activitat iguals o superiors a les del 2019, ja no serà tan elevada com en els últims trimestres. D'aquesta manera, s'espera que sigui la demanda interna la que més aporti al creixement en els propers trimestres.

La demanda interna, tot i que es veu afectada per l'impacte de la pujada dels tipus d'interès, gaudirà d'alguns elements de suport. En primer lloc, amb un ritme de creixement de l'ocupació que suposem que, el 2024, se situarà al voltant de l'1,5% i amb salaris creixent en la forquilla del 3%-3,5%, d'acord amb les pautes recomanades pels agents socials, preveiem que la renda bruta disponible de les famílies creixerà per damunt de la inflació (previsió del 3,6% en la mitjana de l'any), malgrat el progressiu augment dels pagaments nets d'interessos.[2] Cal recordar que, en un entorn de pressions sobre el cost de la vida, el fet que l'economia continuï generant ocupació ja és, per si mateix, un important suport per a l'activitat, ja que aporta certesa a les llars. En segon lloc, s'espera que els fons europeus NGEU continuaran oferint suport al creixement i, en particular, a la inversió. En concret, preveiem que els fons podrien contribuir prop de 0,4 p. p. al creixement del PIB el 2024, sota el supòsit d'una certa acceleració del ritme d'execució.

Per la seva banda, les dinàmiques de la inflació haurien de ser de moderació. Per entendre aquest procés de moderació, és útil dividir l'episodi inflacionista dels dos últims anys en tres fases. En una primera fase, es va materialitzar l'impacte directe del fort augment dels preus de l'energia i dels aliments. Aquest xoc, tot i que no ha finalitzat per complet, sobretot pel costat dels aliments i, més recentment, pel repunt del preu del petroli, sí ha cursat ja una gran part del seu recorregut. En una segona fase, més predominant en el tram final del 2022 i el 2023, s'ha materialitzat l'efecte contagi de l'augment dels costos dels *inputs* energètics i dels aliments sobre altres productes. Tot i que pensem que aquests efectes indirectes encara no s'han esgotat, tampoc hi hauria gaire més marge de recorregut. Finalment, en tercer lloc, hi ha els temuts efectes de segona ronda, que podrien insuflar una elevada persistència a les dinàmiques de la inflació. Aquests efectes capturen l'impacte d'un possible desacoblament de les expectatives d'inflació a mitjà termini i del cercle viciós que poden originar fortes alces salarials o de marges empresarials sobre els preus. Atès que les dades disponibles fins avui no mostren senyals preocupants en aquests aspectes, el nostre escenari suposa un impacte limitat dels efectes de segona ronda. D'aquesta manera, en la mesura que l'impacte directe ja s'ha, en gran part, esvaït, que l'efecte contagi es vagi esgotant en el que queda del 2023 i el 2024 i que amb prou feines s'esperin efectes de segona ronda, hauríem de presenciar una moderació de les taxes d'inflació al llarg del 2024.

Així i tot, la nostra previsió és que la inflació del 2024, en mitjana anual, es mantindrà en cotes similars a les del 2023 (el 3,7% el 2023 i el 3,6% el 2024). Això és degut a l'impacte de la retirada, que s'espera que tingui lloc al començament del 2024, de les mesures fiscals que es van implementar per afrontar l'augment de preus de l'energia i dels aliments (IVA d'electricitat i d'aliments i bonificació del transport públic). Estimem que la retirada d'aquestes mesures afegirà al voltant d'1 p. p. a la inflació general durant el 2024. No obstant això, si ens fixem en la previsió de la inflació subjacent (la que exclou l'energia i els aliments no processats), la previsió és de moderació gradual: del 6,1% de mitjana del 2023 al 3,1% de mitjana del 2024.

En conjunt, preveiem que l'economia, després de créixer el 2,4% el 2023, moderarà el ritme de creixement fins a l'1,4% el 2024, amb un perfil de menys a més al llarg de l'exercici. Aquesta previsió per al 2024 és 0,3 p. p. inferior a la contemplada en el nostre escenari anterior, a causa de l'impacte del canvi en els supòsits subjacents a l'escenari. Ja el 2025, arran de la baixada gradual dels tipus d'interès i de la convergència de la inflació cap a l'objectiu del 2%, l'economia espanyola hauria de canalitzar una senda de creixement més coherent amb el seu ritme de creixement potencial i que situa la previsió de creixement en el 2%.

Oriol Carreras

1. Preveiem que el PIB de la zona de l'euro amb prou feines creixerà el 0,7% el 2024.
2. Preveiem que la renda bruta disponible, un cop inclòs l'impacte de l'augment dels pagaments d'interessos, creixerà el 5,3% el 2024.

Productivitat a Espanya: molt camí per recórrer

La productivitat es defineix sovint com un «ingredient màgic», la principal font de prosperitat econòmica a mitjà termini. No obstant això, la productivitat no és un ingredient, sinó un resultat, i parlem poc de la seva naturalesa i dels seus fonaments. Veurem què s'entén per productivitat, com mesurar-la i la posició d'Espanya en el context internacional. Aquest Focus inaugura, així, una col·lecció d'articles de caire estructural sobre els fonaments de l'economia espanyola que tindrà continuïtat en els informes mensuals dels propers mesos.

De manera senzilla, la productivitat és el nivell d'*output* generat amb un determinat nivell d'*inputs*. Una combinació o gestió òptima dels recursos (*inputs*) significa més eficiència, comporta una major productivitat i, en última instància, permet la creació de més riquesa.

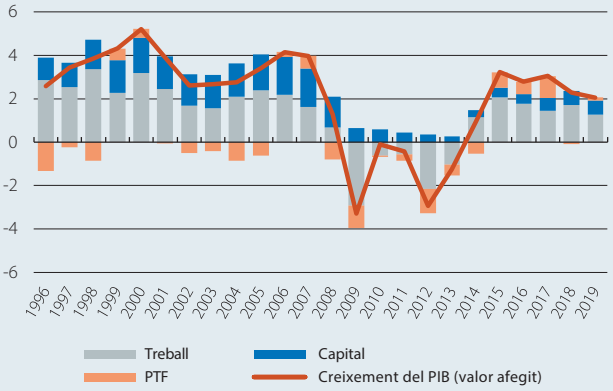
El treball és un dels factors productius més importants, i la relació de la quantitat del factor treball utilitzat per generar una unitat de PIB és la més àmpliament utilitzada per mesurar la productivitat. L'indicador elaborat per Eurostat que divideix el PIB d'una economia per les hores treballades (l'anomenada productivitat aparent del treball) expressa el valor creat per unitat de treball utilitzat (hora de treball) i és més precís que les mesures que relacionen l'*output* amb el nombre de treballadors.

El problema d'aquesta mesura és que es pot veure contaminada per diversos elements. Per exemple, si una economia dota de més capital els seus treballadors, aquests treballadors produiran més i la productivitat aparent del treball pujarà. Però aquest augment de productivitat serà degut a l'acumulació de capital, no al fet que aquests treballadors, amb el mateix capital i amb les mateixes condicions, siguin més productius. Per evitar aquesta confusió, apareix el concepte de la productivitat total dels factors (PTF). Aquesta variable captura l'augment de la producció que no és degut a un augment de l'acumulació d'altres factors de producció, com el capital, el treball, etc. És una mesura més neta de la productivitat, però més difícil de mesurar, ja que no és directament observable.

En els últims anys, el creixement de l'economia espanyola ha estat determinat per una elevada contribució del factor treball, atesa l'abundància de mà d'obra que, tradicionalment, ha caracteritzat la nostra economia, en tant que la contribució de la productivitat ha estat més moderada. Així, el creixement mitjà de l'economia espanyola el 2014-2019 va ser del 2,4% en termes reals, que es desglossa en un creixement de l'1,6% del factor treball, del 0,5% del factor capital i de només el 0,3% de la PTF (vegeu el primer gràfic).

Espanya: desglossament del creixement del PIB, contribucions dels factors

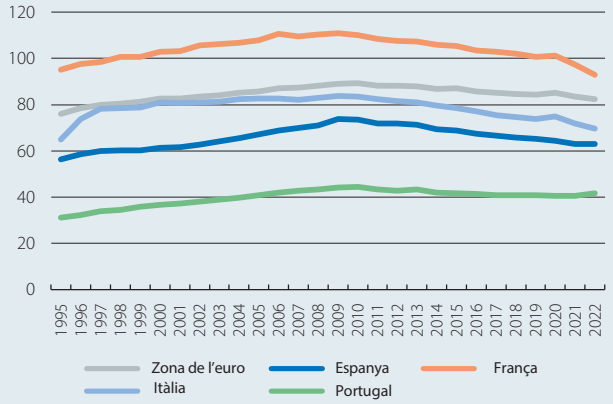
(p. p.)



Nota: *PTF equival a la productivitat total dels factors.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EUKLEMS.*

Productivitat per hora treballada en relació amb Alemanya

Índex (100 = Alemanya)



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

Si ens centrem en la productivitat aparent del treball d'Espanya, mètrica per a la qual existeixen dades més recents que per a la PTF, el seu creixement mitjà entre el 2014 i el 2022 en termes reals va ser del 0,3%, inferior al 0,9% del conjunt de la UE. Si fem una comparativa internacional, s'observa (vegeu el segon gràfic) que existeix una bretxa important entre el nivell de productivitat espanyol i el de la zona de l'euro i les principals economies europees. El 2022, el PIB nominal per hora treballada a Espanya (dades que ja tenen en compte la revisió de la sèrie històrica del PIB d'Espanya iniciada al setembre del 2023) era el 76% del valor registrat a la zona de l'euro i només el 63% d'Alemanya. Més preocupant que la distància existent és constatar que aquesta bretxa amb prou feines s'ha reduït en les dues últimes dècades (l'any 2000, el PIB per hora treballada espanyol era el 74% del valor registrat a la zona de l'euro i el 61% del d'Alemanya).

Què explica aquestes diferències? Una de les claus de la productivitat és la qualitat del capital humà d'una economia. Els treballadors amb un nivell educatiu més alt i tècnicament més qualificats són més productius. Segons ho constata un estudi del Banc d'Espanya (vegeu el tercer gràfic), hi ha un dèficit significatiu en el nivell de formació dels treballadors i dels empresaris espanyols en relació amb la mitjana de la zona de l'euro.[1]

D'altra banda, un aspecte clau per a la productivitat és la dimensió de les empreses. A Espanya, el nivell de productivitat de les grans empreses és més del doble que el de les microempreses. No obstant això, el pes de les empreses de dimensió mitjana o gran a l'economia espanyola és menor que en altres països. A Espanya, al voltant del 35% de l'ocupació es concentra en empreses de més de 50 empleats, una proporció que se situa en el 66% a Alemanya. Espanya necessita potenciar més el creixement de les microempreses i de les pimes.

Diversos estudis destaquen que les grans empreses tenen una major propensió a invertir en actius intangibles i subratllen aquesta inversió com a catalitzador de l'augment de la productivitat.[2] Entre els intangibles que contribueixen a una millora de la productivitat hi ha, per exemple, els models de gestió i d'eficiència organitzativa, el màrqueting, el valor de la marca, les bases de dades, la formació específica desenvolupada internament o el *software*. En economies altament desenvolupades i prop de la frontera tecnològica, aquests aspectes són encara més determinants en el creixement de la productivitat. Així, quan parlem sobre el futur de la productivitat a Espanya, és fonamental analitzar el pes de la inversió en recerca i desenvolupament en l'economia. En concret, el percentatge del PIB assignat a recerca i desenvolupament (vegeu el cinquè gràfic) és, a Espanya, de l'1,3% del PIB, clarament per sota de la mitjana del 2,0% de la zona de l'euro.

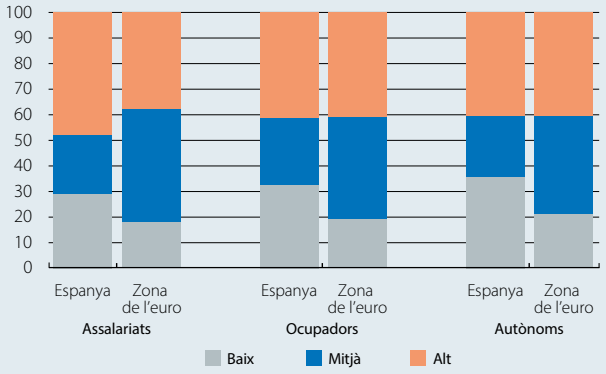
En suma, la millora substancial de la productivitat en l'economia espanyola exigeix posar l'èmfasi, entre altres palanques, en l'educació, en la dimensió empresarial i en la innovació.

Javier Garcia-Arenas

1. Vegeu Gavilán, Á. (2022), «El crecimiento de la productividad en la economía española: ¿síntoma o problema?», Jornades CEPYME: *El problema de la productividad en la empresa española*.
2. Vegeu Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. *et al.* (2018), «Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth», Journal of Infrastructure Policy and Development.

Espanya i zona de l'euro: distribució per nivell educatiu dels ocupats (2019)

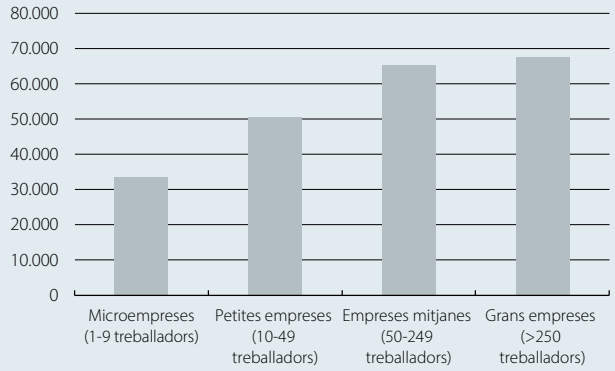
(%)



Font: *Banc d'Espanya, a partir de dades d'Eurostat.*

Espanya: valor afegit per treballador en funció de la dimensió empresarial

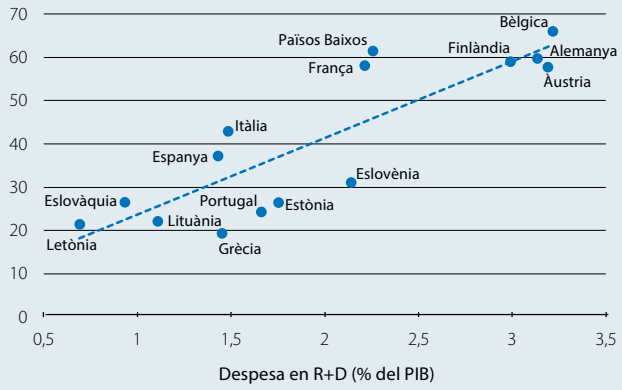
(Euros)



Nota: *Any 2021.*
Font: *OECD Compendium of Productivity Indicators 2023.*

Productivitat per hora treballada

(Euros)



Nota: *Any 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i d'Eurostat.*

El sector agroalimentari espanyol s'obre pas en una conjuntura adversa[1]

El 2022, la producció vegetal espanyola va anotar una forta caiguda en volum (el –13,6%), la qual cosa va interrompre la senda ascendent dels anys anteriors. Tot i que la reculada va ser generalitzada en tots els cultius i a tots els països europeus, la caiguda a Espanya va ser superior a la del conjunt de la UE (el –4,6%). El sector agroalimentari espanyol no solament va haver d'afrontar el fort increment dels costos de producció iniciat el 2021 amb la reobertura de l'economia després de la pandèmia i agreujat amb la guerra d'Ucraïna, sinó que, a més a més, s'ha vist impactat per la prolongada sequera que pateix la península ibèrica.

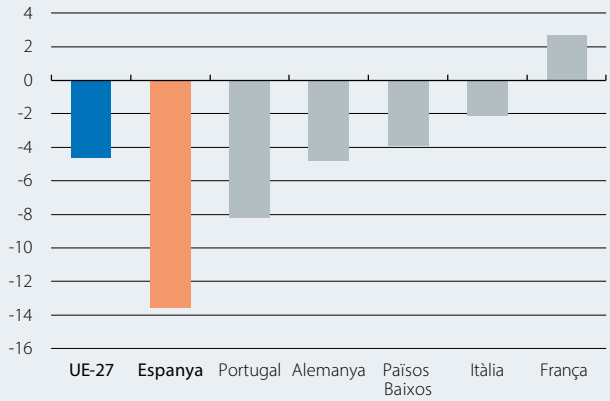
Les estimacions de la collita del 2023 tornen a ser especialment negatives per al nostre país, en contrast amb una evolució més positiva per a la mitjana de la UE. La producció de cereals d'hivern seria de les més afectades, amb uns 9 milions de tones (Mt) el 2023 (en relació amb els 14,4 Mt del 2022 i els 19,3 Mt del 2021),[2] la qual cosa implica una caiguda dels rendiments dels cereals molt significativa (superior al 30%), en contraposició amb el millor funcionament per a la mitjana de la UE.[3] La producció d'oli d'oliva també ha patit un descens important i ha passat d'1.489.351 tones de la passada campanya a les 675.093 tones de la campanya 2022-2023, la qual cosa representa el 55% menys de producció i explicaria l'alça important del seu preu.[4]

La moderació dels costos de producció ajudarà a contenir la inflació dels aliments

Les perspectives són una mica més favorables pel que fa als costos de producció del sector, gràcies al notable descens de les cotitzacions de les primeres matèries agrícoles i dels preus de l'energia als mercats internacionals en relació amb els nivells rècord de l'any passat.[5] L'índex de preus de les primeres matèries agrícoles del Banc Mundial ha reculat el 31,5% entre el màxim que va aconseguir al maig del 2022 i l'agost del 2023 (última dada disponible). És remarcable que, malgrat que Rússia anunciés al juliol que no prorrogaria l'Acord sobre cereals de la Mar Negra, els preus de les primeres matèries agrícoles als mercats internacionals s'han mantingut força estables de llavors ençà.

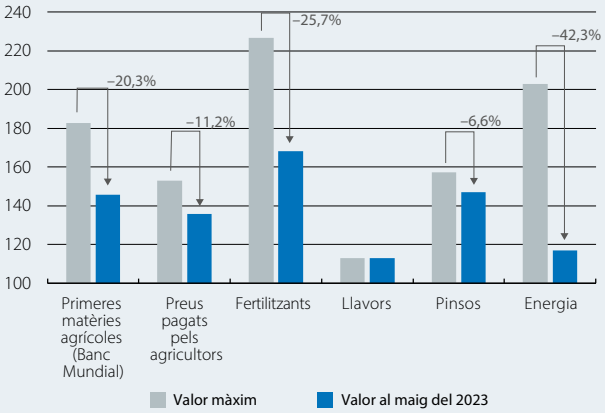
1. Per a una anàlisi més detallada, vegeu l'Informe Sectorial Agroalimentari del 2023.
2. Vegeu Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, «Avance de superficies y producciones de cultivos», maig del 2023.
3. Vegeu «Crop monitoring in Europe», JRC MARS Bulletin, vol. 31, núm. 8, 21 d'agost del 2023.
4. Vegeu MAPA, «Avance de la situación de mercado del sector del aceite de oliva, aceituna de mesa y aceite de orujo de oliva. Campaña 2022/2023», agost del 2023.
5. L'alça recent del preu del petroli, si acaba sent més persistent del que s'esperava, podria limitar el descens dels costos energètics.

Espanya i UE: producció vegetal
Variació el 2022 (%)



Nota: *Variació a preus constants.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MAPA.*

Espanya: costos de producció del sector agrari
Índex (100 = 2019)



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

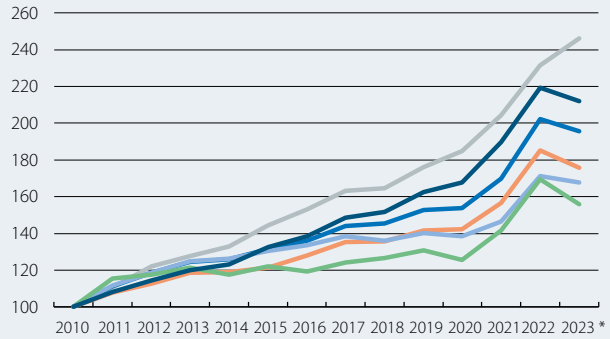
Això és degut, en gran part, a l'alentiment de l'activitat econòmica mundial, en especial a la Xina, a la reorientació del comerç internacional de primeres matèries des d'altres productors i a unes previsions molt positives de producció agrícola mundial per a l'any vinent.

Aquest descens global dels preus es comença a percebre en els preus que paguen els agricultors a Espanya. Els costos dels *inputs* agraris han reculat l'11,2% entre l'agost del 2022 (quan van assolir el seu valor màxim) i el maig del 2023 (última dada disponible), sobretot els energètics (el –42,3%) i els fertilitzants (el –25,7%). Malgrat aquest descens, els costos se situen encara al voltant del 35% per damunt de la mitjana del 2019.

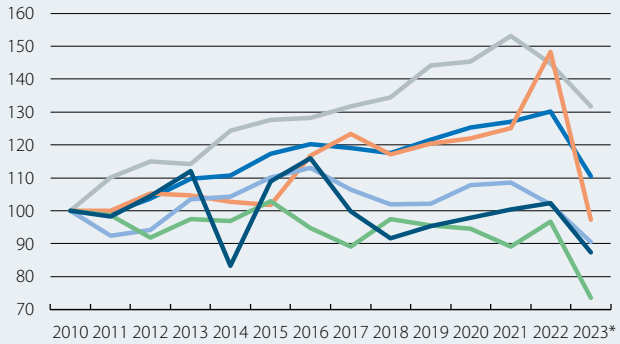
No obstant això, la caiguda del preu del pinso, que és el component que més pesa en l'estructura de costos del sector primari (el 54,4% del total el 2022), és encara molt

Espanya: exportacions agroalimentàries

Valor (100 = 2010)



Volum (100 = 2010)



Espanya · UE-27 · Països Baixos · Alemanya · França · Itàlia

Nota: ** Fins al juny.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex i d'Eurostat.*

limitada (el –6,6% des del màxim del novembre del 2022). Atès que Espanya importa aproximadament la meitat del cereal destinat a l'alimentació animal, el descens del preu dels cereals als mercats internacionals hauria d'ajudar a contenir la factura d'alimentar el bestiar en els propers mesos.

La moderació dels costos dels *inputs* del sector agrari hauria d'alleujar les pressions inflacionistes sobre els preus dels aliments que paga el consumidor final. A l'agost del 2023, l'IPC dels aliments va pujar el 10,1% interanual, una taxa encara inusualment elevada, però que representa una moderació considerable en relació amb l'avanç màxim del 15,7% registrat al febrer del 2023. Això, juntament amb la recuperació gradual del poder adquisitiu de les llars en els últims trimestres, hauria de dinamitzar la demanda d'aliments de les llars.

La competitivitat del sector agroalimentari espanyol es manté, malgrat les inclemències de la conjuntura

Un aspecte que preocupa en l'actualitat és l'impacte que pugui tenir l'alça dels costos sobre la competitivitat del sector agroalimentari. No obstant això, quan comparem l'evolució de les exportacions agroalimentàries espanyoles amb la de les altres potències europees (França, Itàlia, Alemanya i els Països Baixos), observem que Espanya ha tingut una evolució relativament positiva.

En termes de valor, les exportacions agroalimentàries espanyoles han continuat creixent amb força durant els dos últims anys, condicionades pels alts preus de la majoria dels productes als mercats internacionals. En canvi, en volum, acumulen reculades del 5,5% el 2022 i del 9,1% el 2023 (interanual fins al juny), tot i que aquests descensos han estat menys intensos que als principals països europeus o a la UE en conjunt (el –15,1%).

Una altra prova més de la fortalesa del nostre sector agroalimentari és l'elevada quota en el comerç mundial i la seva bona evolució relativa al llarg del temps. Amb dades del 2021 (últimes disponibles de l'OMC), ocupem el setè lloc del rànquing global d'exportadors i el quart entre els països europeus (per darrere dels Països Baixos, d'Alemanya i de França, però per davant d'Itàlia), amb el 3,8% de les exportacions mundials, una quota molt superior a la que ens correspon en el comerç total de béns (l'1,7%).

A més a més, des del 2010, hem millorat la quota mundial en exportacions agroalimentàries (+0,3 p. p.), un fet molt destacable si es compara amb altres potències, en especial els EUA, que han perdut en aquest període 0,8 punts de quota, França (–1,2 punts) o els Països Baixos (–1,1 punts). Si centrem l'anàlisi en el top 5 de les potències europees, les exportacions espanyoles guanyen pes, ja que han passat del 10,9% del 2010 al 16,1% del 2023 (amb dades fins al juny).

En definitiva, la producció del sector agrari espanyol va recular de manera clara el 2022, i les estimacions fan pensar que ho ha tornat a fer el 2023, a causa del fort augment de costos i de l'efecte del canvi climàtic, un dels grans reptes als quals s'enfronta el sector. No obstant això, malgrat la caiguda de la producció, les exportacions agroalimentàries han evolucionat relativament bé, i no sembla que, ara com ara, els indicadors de competitivitat del sector s'hagin ressentit en excés.

Judit Montoriol i Sergio Díaz

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	07/23	08/23	09/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,8	4,7	0,8	1,4	–1,7	–1,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	–5,0	–5,3	–4,4	–5,3	–9,6	–6,5	–8,8
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	49,2	45,6	50,1	48,5	47,8	46,5	47,7
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	...	...	...
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	31,5	25,9	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	51,0	50,8	56,3	56,0	52,8	49,3	...
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	0,2	1,9	6,7	6,1	7,3	7,2	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	3,1	2,6	45,5	9,9	10,7	7,8	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–32,9	–28,1	–22,7	–18,9	–11,6	–15,1	–20,2
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	2,7	2,8	2,7
PIB	**6,4**	**5,8**	**5,4**	**3,8**	**4,2**	**2,2**	–	–	–

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	07/23	08/23	09/23
General	3,1	8,4	10,1	6,6	5,1	3,1	2,3	2,6	3,5
Subjacent	0,8	5,1	6,2	6,5	7,6	6,2	6,2	6,1	5,8

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	07/23	08/23	09/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	23,3	22,9	20,5	12,3	10,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	38,1	33,4	24,0	10,7	7,1	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**7,3**	**6,1**	**7,3**	**21,5**	**28,8**	**31,0**	**...**	**...**
Béns i serveis	17,9	18,5	14,4	18,5	34,1	43,3	45,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–11,2	–8,3	–11,2	–12,6	–14,5	–14,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**19,2**	**18,0**	**19,2**	**35,1**	**42,7**	**44,8**	**...**	**...**

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	07/23	08/23	09/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,3	3,8	1,7	0,4	–0,5	...	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	8,2	5,0	0,3	–4,0	–6,6	–7,2	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–19,2	–7,3	7,7	40,1	63,4	69,9	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	6,6	–3,2	7,4	6,8	12,3	6,9	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**5,4**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,4**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	1,3	0,5	–0,9	–2,2	–3,0	–3,5	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	2,4	0,9	–1,0	–2,7	–3,9	–5,0	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,1	0,2	–1,2	–2,4	–3,3	–3,4	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,9	–0,1	–0,1	–0,4	0,1	0,2	...
Administracions públiques	15,3	0,2	–3,5	–1,1	–0,2	–3,3	–5,1	–4,5	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**1,0**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,2**	**–3,6**	**...**
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.*

L'economia portuguesa, de més a menys al llarg del 2023

L'INE va revisar a l'alça la sèrie del PIB, de manera que el creixement del 2021 i del 2022 va pujar fins al 6,2% i el 6,9%, respectivament. Tot i que l'economia va mostrar un comportament molt positiu en la primera part d'enguany, amb un creixement mitjà del PIB del 0,8% intertrimestral, l'alentiment que comencen a reflectir els principals indicadors d'activitat, en encaixar amb més intensitat l'impacte de la pujada de tipus, ens empeny a retallar en 2 dècimes la nostra previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2023, fins al 2,4%.

Els indicadors relatius al 3T mostren que l'economia prolonga la senda de creixement, tot i que ho fa a un ritme esmorteït: les vendes de cotxes continuen dinàmiques, però han caigut en relació amb el trimestre anterior, i els indicadors de clima de confiança s'han afeblit.

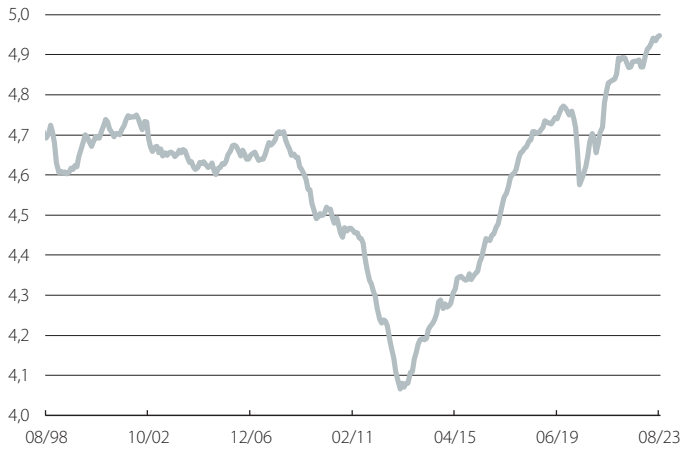
Malgrat que les dades del mercat laboral es mantenen en nivells positius, alguns indicadors suggereixen un comportament menys dinàmic. La taxa d'atur es va reduir 0,1 p. p., fins al 6,2%, a l'agost, i l'ocupació va augmentar el 0,1% mensual i l'1,3% interanual, fins a vorejar els 4,95 milions, el nivell més alt de la sèrie mensual de l'INE, que arrenca el 1998. No obstant això, altres indicadors de l'agost mostren una evolució menys positiva: (i) l'atur registrat va augmentar per segon mes consecutiu (el 4,4% interanual); (ii) el nombre d'acomiadats va superar els 3.600, i (iii) les ofertes de feina van disminuir el 24,7% interanual, fins a les 16.034.

La inflació reprèn la senda a la baixa al setembre. La inflació general va baixar fins al 3,6% (el 3,7% anterior), i la subjacent, fins al 4,1% (*vs.* el 4,5%). Revisem lleugerament a la baixa la nostra previsió d'inflació mitjana el 2023 (del 4,7% al 4,6%), tenint en compte el manteniment de la mesura IVA zero sobre una cistella de productes alimentaris fins al final d'enguany. El principal risc per als propers mesos continuarà sent la pressió en el front energètic, ateses les retallades en la producció de cru a l'Aràbia Saudita i a Rússia.

La capacitat de finançament de l'economia va millorar en el 2T. En termes acumulats de 12 mesos fins al juny, la capacitat de finançament es va situar en l'1,6% del PIB. En aquest sentit, destaca la recuperació del sector privat no financer de 7 p. p. en relació amb el trimestre anterior: les empreses van reduir les necessitats de finançament fins a l'1,3% del PIB, a causa de la millora de l'excedent brut d'explotació, mentre que les famílies van millorar la capacitat fins al 0,5% del PIB, gràcies al major estalvi generat. Per al conjunt del 2023, preveiem que l'economia registrarà capacitat de finançament, quelcom que no succeïa des del 2019.

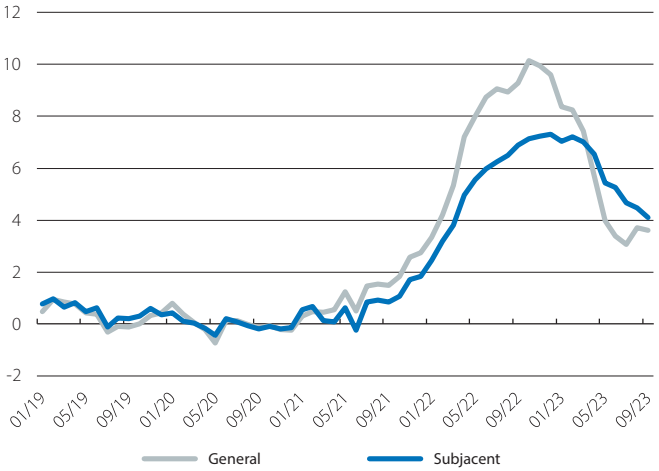
Els preus de l'habitatge sorprenen l'alça en el 2T 2023. L'IPH de l'INE mostra que els preus van créixer un significatiu 3,1% intertrimestral en el 2T 2023, un ritme que no s'observava des de feia un any. Per primera vegada, el valor mitjà dels habitatges transmesos va superar els 200.000 euros, fins i tot en un context de forta caiguda de les transaccions (el –3% intertrimestral i el –23% interanual). Aquesta dinàmica introdueix riscos a l'alça en la nostra previsió actual de creixement dels preus mitjans per a enguany (el 4%).

Portugal: població ocupada *
(Milions de persones)



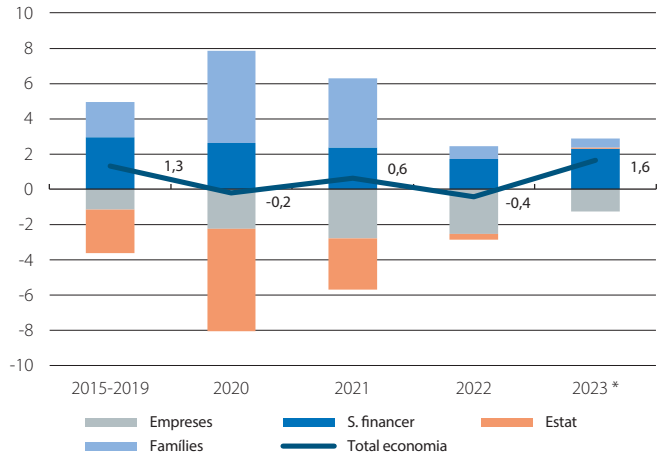
Nota: ** Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC
Variació interanual (%)



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

Portugal: capacitat de finançament de l'economia
(% del PIB)



Nota: ** Dades fins al juny.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Índex coincident d'activitat	3,5	5,7	4,1	3,9	4,1	...	4,3	4,3	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	–0,3	1,0	–5,0	...	–3,2	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–6,3	–5,0	–5,6	–9,4	–8,9	–9,6	–9,7
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	6,2	13,6	8,8	–3,0	...	–7,7	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	1,3	–16,0	–20,8	–22,9	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	...	7,6	8,8	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	...	38,5	30,5	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	8,2	6,3	2,8
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	...	3,8	–0,4	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	4,0	2,0	2,4	3,2	...	3,7	3,8	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–37,0	–35,1	–29,4	–22,8	–23,7	–21,9	–22,9
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,3	1,3	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,3	6,2	...
PIB	**5,7**	**6,8**	**3,4**	**2,5**	**2,5**	**...**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,1	3,7	3,6
Subjacent	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,7	4,5	4,1

Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	8,3	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	9,3	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–2,8**	**–2,8**	**–1,2**	**1,5**	**...**	**1,9**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,7	–4,7	–2,8	–0,3	...	–0,3	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	2,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–0,5**	**–0,5**	**1,5**	**4,5**	**...**	**5,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	6,4	0,5	–2,1	...	–2,3	–2,2	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	7,3	–3,1	–9,0	...	–9,6	–10,5	...
A termini i preavís	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	...	8,0	9,5	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	...	6,5	2,4	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**...**	**–2,0**	**–2,0**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,8	1,8	0,0	–1,2	...	–1,4	–1,7	...
Empreses no financeres	2,2	–0,4	–0,4	–2,1	–3,5	...	–3,5	–3,6	...
Llars - habitatges	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	...	–0,4	–0,7	...
Llars - altres finalitats	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	...	0,4	–0,1	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–2,7	–2,0	0,6	...	–3,0	–2,1	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**1,7**	**–0,1**	**–1,1**	**...**	**–1,5**	**–1,7**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**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:

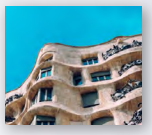
Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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 Sectorial Agroalimentari 2023

El sector agroalimentari espanyol està patint els efectes de la sequera prolongada i la forta pujada dels costos de producció. Tot i així, el sector ha mostrat una tendència de creixement moderat que preveiem que es mantingui els propers mesos.

Informe Sectorial de Turisme 1S 2023

El sector turístic està sent una font de bones notícies per a l'economia espanyola en el que portem de 2023, tot mostrant una gran resiliència davant l'entorn inflacionista a la incertesa macroeconòmica dels principals mercats emissors.

Informe Sectorial Immobiliari 1S 2023

El mercat immobiliari espanyol s'està desaccelerant, tot i que a un ritme més suau de l'esperat, i continua comptant amb suports importants malgrat que continuem esperant un ajustament de les compravendes i un alentiment del creixement del preu de l'habitatge.

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