IM11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 483 | NOVEMBRE 2023

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Del LIBOR al SOFR

El petroli, un mercat tens i «en tensió»

ECONOMIA INTERNACIONAL
Què significarà el de-risking *per a la UE?*

ECONOMIA ESPANYOLA
L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola

Millora la situació financera de les famílies espanyoles gràcies a la creació d'ocupació i a la reducció del deute

DOSSIER: PERSPECTIVES 2024

A la recerca de l'estabilitat econòmica en un món inestable

Perspectives per a la inflació i per a la política monetària el 2024

Un nou marc fiscal europeu per al 2024... serà possible?

Perspectives per a l'economia espanyola el 2024: un any carregat de desafiaments

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Novembre 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*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
6 de novembre de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Del LIBOR al SOFR*
Ricard Murillo Gili

11 *El petroli, un mercat tens i «en tensió»*
Beatriz Villafranca

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *Què significarà el* de-risking *per a la UE?*
Luís Pinheiro de Matos

20 ECONOMIA ESPANYOLA

22 *L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola*
Judit Montoriol Garriga i Erik Solé Vives

24 *Millora la situació financera de les famílies espanyoles gràcies a la creació d'ocupació i a la reducció del deute*
Javier Garcia-Arenas

27 ECONOMIA PORTUGUESA

29 DOSSIER: PERSPECTIVES 2024

29 *A la recerca de l'estabilitat econòmica en un món inestable*
José Ramón Díez

31 *Perspectives per a la inflació i per a la política monetària el 2024*

33 *Un nou marc fiscal europeu per al 2024... serà possible?*
Rita Sánchez Soliva

35 *Perspectives per a l'economia espanyola el 2024: un any carregat de desafiaments*
Oriol Carreras

Claus i perspectives per al 2024

En un mes en què, desgraciadament, el protagonisme el torna a tenir el risc geopolític, repassem al Dossier de Perspectives 2024 les principals claus i previsions per a l'any vinent. I la primera idea és, precisament, com serà de complex el retorn a una macroeconomia en equilibri en un món amb uns nivells d'inestabilitat geopolítica no vistos en moltes dècades. És cert que el nostre escenari central contempla un aterratge suau de l'economia mundial, que permetria reduir la inflació als països desenvolupats del 4,6% al 2,6%, amb un cost assumible en termes de creixement del PIB (el 2,9% el 2024) i d'ocupació, perquè, després de l'estancament del primer semestre a bona part de l'OCDE, l'activitat s'aniria recuperant durant la segona part de l'any. Però la fragilitat del cicle de negocis després de les pertorbacions dels últims anys és molt elevada, sobretot tenint en compte el potencial desestabilitzador, a través de les expectatives i dels mercats energètics, que té la confluència en el temps dels conflictes bèl·lics de l'Orient Mitjà i d'Ucraïna.

En aquest context, amb els tipus d'interès en màxims dels 15 últims anys, un dels supòsits principals del nostre escenari central de previsió és la continuïtat del procés desinflacionista, perquè, d'una banda, podria donar un bon suport als mercats financers quan es consolidin les expectatives d'un gir monetari i, de l'altra, continuaria contribuint a millorar la capacitat de compra dels agents econòmics. El problema és que l'evolució de la inflació també està subjecta a una incertesa elevada, tant pel comportament de factors que escapen al control dels bancs centrals (com el preu del petroli o el to de la política fiscal) com pels dubtes sobre la inèrcia dels components més tendencials de la cistella en un context en què no han desaparegut els riscos d'efectes de segona ronda. En aquest sentit, el segon article del Dossier de Perspectives 2024 d'aquest informe conclou que el *momentum* –variació anualitzada i desestacionalitzada de l'IPC mitjana de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors– dels components no sensibles a l'energia a la zona de l'euro (el 40% de la cistella en aquests moments) se situa prop del 3%, molt per sota dels màxims del 2022, però encara un graó per damunt del nivell existent abans de la pandèmia i de l'objectiu del BCE. Per tant, l'impacte directe i l'impacte indirecte del xoc energètic es van esvaint, a poc a poc, a Europa, malgrat que cal mantenir la cautela per la complexitat de l'escenari geopolític i pel risc que alguns preus hagin adquirit una major inèrcia que en el passat. Aquesta cautela es pot traduir en el manteniment dels tipus d'interès en els nivells actuals fins a la segona meitat de l'any vinent, quan veuríem un canvi de tendència en el cicle monetari (anticipant el retorn de la inflació a l'objectiu el 2025), tot i que encara amb unes condicions financeres clarament en zona restrictiva.

L'any vinent també vindrà carregat de desafiaments per a l'economia espanyola, com ho repassem a l'últim article del Dossier d'aquest mateix informe. Després d'una primera part del 2023 en què l'activitat es va veure secundada pel bon comportament del turisme i per la baixada dels preus de l'energia, a partir de l'estiu, hem assistit a una desacceleració, provocada per l'impacte dels tipus d'interès més elevats, per la pujada del preu del petroli des del juliol i per la clara feblesa del creixement a la zona de l'euro, la qual cosa pensem que portarà a tancar aquest exercici amb un creixement mitjà del 2,4%. Per al 2024, el nostre escenari central contempla un avanç del PIB de l'1,4%, perquè és previsible que, inicialment, es mantinguin els vents de cara que han afeblit l'economia espanyola en els últims mesos, tenint en compte els retards amb què es transmeten les decisions monetàries a l'activitat, les males perspectives per a les principals economies de la zona de l'euro (com a mínim fins al 2T) i els efectes d'una política fiscal una mica més neutral, atesa la retirada de les mesures fiscals adoptades per compensar els efectes de la guerra d'Ucraïna. És cert que els riscos a la baixa de l'escenari són importants, considerant la incertesa vinculada al comportament dels preus de l'energia i dels tipus d'interès, però també hi ha factors mitigadors al costat positiu, com el bon comportament de la renda disponible i de la taxa d'estalvi de les famílies en els últims trimestres i la tracció que puguin exercir sobre l'activitat els fons europeus. En aquest equilibri inestable és on ens mourem l'any vinent.

José Ramón Díez
Novembre 2023

Cronologia

OCTUBRE 2023

7 Esclata un nou conflicte bèl·lic entre Hamàs i Israel.
20 Grècia recupera el grau d'inversió després que S&P apugi el seu ràting sobirà a BBB–.

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%.

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.

Agenda

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: ràting Fitch.
Portugal: ràting 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).

DESEMBRE 2023

1 Espanya: ràting DBRS.
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
Portugal: producció industrial (octubre).
12-13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
14 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
14-15 Consell Europeu.
18 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
20 Portugal: balança de pagaments (octubre).
22 Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (novembre).
26 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (octubre i 3T).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
28 Portugal: NPL (3T).
29 Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (desembre).

El consum tira de l'economia espanyola

El ritme de creixement de l'economia espanyola s'ha desaccelerat, com ho testifica el menor ritme d'avanç del PIB en el 3T. La raó principal és la feblesa de l'entorn extern: la zona de l'euro ha anotat una lleugera reculada de l'activitat, i les seves tres principals economies estan estancades. En contrast, el consum de les llars a Espanya, un dels pilars de l'economia, continua presentant bones xifres.

En general, el consum de les llars fluctua menys que el conjunt de l'economia al llarg del cicle. Així, quan ens trobem en una fase expansiva, normalment el consum creix a un ritme menor que el PIB. En canvi, quan el creixement del PIB es modera, el consum se sol temperar de forma més suau. Aquest és el patró que, probablement, observarem en els propers trimestres.

Però no totes les tipologies de consum es comporten igual. Hi ha partides, com les relacionades amb l'oci, la restauració, el tèxtil i la moda i altres béns duradors, que presenten oscil·lacions més importants que les del conjunt de l'economia i solen ser un bon indicador del moment del cicle. En canvi, la despesa en béns de primera necessitat, com l'alimentació o els productes farmacèutics, és més estable al llarg del temps.

Per exemple, durant les dues últimes recessions, el consum de béns duradors va arribar a recular més del doble que el consum agregat. En canvi, entre el 2014 i el 2019, aquest últim va augmentar un 14%, mentre que la despesa en béns duradors va créixer un 42%. La recuperació després de la COVID-19 ha seguit una pauta similar: mentre que el consum total de les llars només va recuperar el nivell previ a la pandèmia en el 3T 2023, el consum de béns duradors fa ja més d'un any que va assolir aquesta fita i ara es troba ja un 7% per damunt.

Les últimes dades disponibles continuen oferint un missatge globalment positiu, tot i que s'aprecien alguns matisos importants. Segons el Monitor de consum en temps real de CaixaBank Research, la despesa presencial i en línia realitzada amb targetes de CaixaBank i els reintegraments van créixer un 3,8% interanual a l'octubre. Un ritme d'avanç notable, tot i que una mica inferior al 5,5% registrat en el 3T. En canvi, quan analitzem les diferents partides de despesa, s'observen diferències que corroboren les peculiaritats del comportament del consum que hem esmentat a l'inici.

La despesa en béns de primera necessitat continua presentant un creixement sòlid, per damunt del 10%, en part pel notable augment en termes interanuals del preu dels aliments. En canvi, les partides més sensibles al cicle econòmic presenten trajectòries diferents. D'una banda, la despesa en oci i restauració continua creixent amb força, mentre que, al costat oposat, la despesa en *retail* va ser més feble i va arribar a registrar taxes de creixement negatives. Segurament no és un símptoma de feblesa, sinó conseqüència de les elevades temperatures de la tardor, que han comportat l'ajornament de determinades compres que se solien fer en aquesta època de l'any. Ara que, finalment, sembla que arriba el fred, és possible que s'observi una normalització. Podrem verificar aquesta hipòtesi en temps real en el Monitor de consum de CaixaBank que es pot consultar a la nostra web.

Al llarg de l'any vinent és probable que el consum es consolidi com el principal suport de l'economia espanyola. D'una banda, alguns dels factors que n'han limitat la recuperació fins a la data possiblement aniran de més a menys. La inflació, per exemple, hauria de consolidar una trajectòria descendent, en especial la subjacent, que encara es troba en cotes relativament elevades. De l'altra, no s'espera que els tipus d'interès de referència del BCE pugin més, i, de fet, és probable que comencin a baixar a partir de la meitat de l'any. En aquest context, l'euríbor a 12 mesos ja podria haver tocat sostre, i, durant l'any vinent, les expectatives de mercat apunten al fet que es podria moderar fins a tancar al voltant del 3%.

Finalment, malgrat les dificultats del moment, la posició financera de les famílies es troba menys tensionada del que s'esperava fa uns trimestres. La renda bruta de les famílies va registrar una taxa de creixement històrica en el 2T, i la taxa d'estalvi es va situar per damunt del 10% de la renda de les llars. Com s'analitza al Dossier de Perspectives 2024 d'aquest Informe Mensual, aquesta dada és un matalàs important perquè les llars puguin mantenir el seu consum en els propers trimestres. Tot plegat fa pensar que el consum de les llars podrà continuar tirant de l'economia espanyola per un bon temps.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,79	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	2,8	2,9
Països desenvolupats	*2,7*	*1,4*	*–4,2*	*5,6*	*2,6*	*1,4*	*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	–11,2	6,4	5,8	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*	*6,9*	*4,1*	*3,9*	*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	4,2	3,7	3,2	4,7	8,7	6,9	5,2
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*0,7*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,6*
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*	*8,5*	*7,1*
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	3,6	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	5,6	–1,4	–9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Béns d'equipament	4,9	0,1	–12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construcció	5,7	–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	4,7	2,9	–20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
Producte interior brut	**3,7**	**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	7,7	0,3	0,4	3,9	3,1
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	0,8	0,6	1,8	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–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	15,3	5,5	–	–
Construcció	–1,5	–2,6	1,0	7,4	1,3	–	–
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

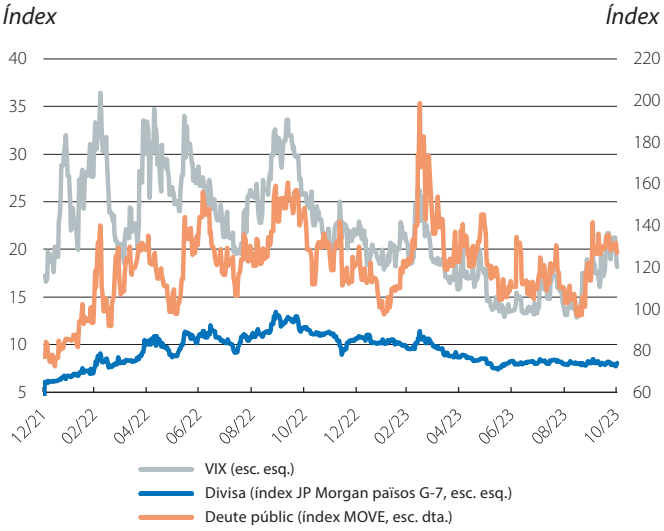
La política monetària en mode «pausa»

Els bancs centrals centren l'atenció malgrat el conflicte entre Israel i Hamàs. El tram final de l'any va començar marcat per dos grans catalitzadors. El primer va ser l'esclat d'un nou focus d'inestabilitat geopolítica, el conflicte entre Israel i Hamàs, que, inicialment, va generar un repunt de la volatilitat en la majoria dels actius, i l'increment de la cautela dels inversors. En el transcurs de les setmanes, i malgrat el potencial desestabilitzador de la regió en cas d'escalada, el nerviosisme inversor es va moderar a causa de la percepció local del conflicte i l'atenció va girar cap als principals bancs centrals (el segon catalitzador). Primer, el BCE i, després, la Fed van coincidir en mantenir sense canvis els tipus oficials a l'octubre, fet que va reforçar la visió que l'enduriment monetari ha tocat sostre i va servir d'al·licient per a la recuperació de l'apetència pel risc dels inversors, tot i que de manera relativament continguda.

Les *commodities* suporten la pressió de la crisi. A diferència del que va succeir arran de la invasió d'Ucraïna per Rússia, els preus de les primeres matèries, i en especial de l'energia, van resistir favorablement el xoc inicial de la crisi a l'Orient Mitjà. Això s'hauria degut, en part, al fet que els països implicats en el conflicte no són productors de referència de recursos bàsics i al fet que el context monetari internacional (amb tipus d'interès alts per més temps) ajuda a esmorteir un auge dels preus, per la via d'una menor demanda. No obstant això, els preus es van mantenir volàtils davant l'elevada incertesa de l'entorn, així com pel risc que una extensió del conflicte a més països tingués més repercussions sobre la producció i sobre el trànsit comercial d'algunes matèries energètiques. Mentre que el preu del barril de Brent va tenir un comportament d'anada i tornada i va finalitzar sobre els nivells de l'inici del mes, el preu del gas natural (el TTF holandès) es va encarir fins a nivells de fa vuit mesos, a més a més, per factors exògens de caràcter temporal (com el sabotatge d'un gasoducte a Finlàndia i la vaga d'una empresa gasística a Austràlia).

Els bancs centrals es prenen una pausa i adverteixen que mantindran la política restrictiva el temps que sigui necessari. Després de més d'un any de pujades dels tipus d'interès i del tensionament de les condicions financeres, les principals economies avançades han començat a mostrar signes clars de refredament, principalment a través de les taxes d'inflació. Tot i que encara es mantenen per damunt dels nivells desitjables per les respectives autoritats monetàries, el fet que la desinflació hagi estat notable i sostinguda ha estat clau perquè els principals bancs centrals hagin decidit posar en pausa el cicle de pujada de taxes en les últimes reunions. Així i tot, encara són lluny de donar per acabada la lluita contra la inflació i, en aquest sentit, han reiterat un biaix restrictiu i la intenció de mantenir els tipus elevats per un bon temps. Així, el BCE, a la reunió de l'octubre, va deixar els tipus d'interès en els nivells fixats al setembre (el *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%), mentre que

Volatilitat als mercats financers



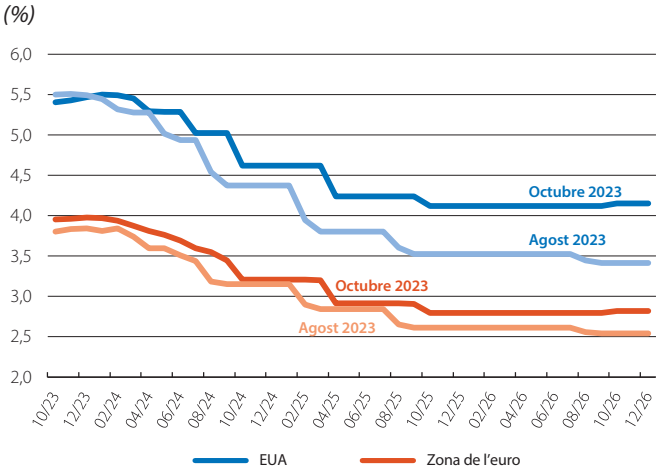
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Primeres matèries

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Israel/ Hamàs *	Octubre	En l'any	2022
Commodities	Índex	104,7	2,0	0,9	–7,2	13,8
Energia	Índex	36,8	1,2	–1,2	–10,8	–4,4
Brent	$/barril	85,7	1,3	–5,5	–0,3	33,5
Gas natural (Europa)	€/MWh	47,6	24,4	20,9	–37,7	–0,3
Metalls preciosos	Índex	217,7	7,7	7,9	1,3	25,3
Or	$/unça	1.986,3	8,4	8,7	8,9	44,8
Metalls industrials	Índex	138,8	–0,1	–2,1	–16,0	6,1
Alumini	$/t	2.236,5	–0,1	–4,7	–6,0	16,7
Coure	$/t	8.109,5	0,8	–1,9	–3,1	12,4
Agricultura	Índex	64,6	1,1	0,6	–6,1	–1,9
Blat	$/faneca	562,3	–1,1	–0,4	–29,0	7,5

Nota: ** Presa de referència dels preus de tancament del 6 d'octubre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Fed i BCE: expectatives sobre els tipus d'interès de referència



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.*

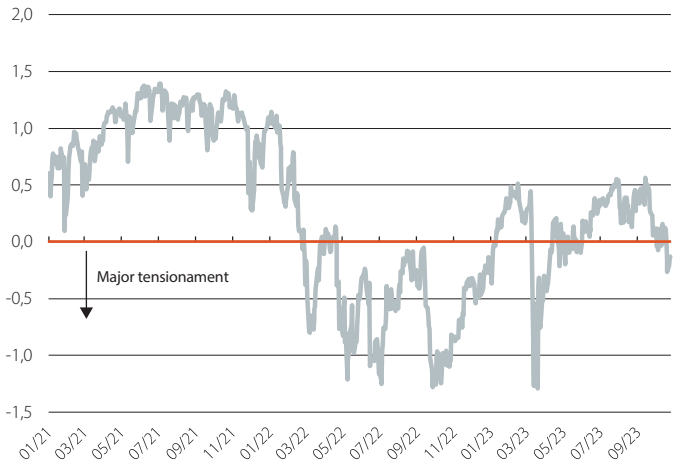
la Fed va mantenir els tipus en el 5,25%-5,50% i, tot i que va reconèixer que les condicions financeres s'han continuat tensionant, va deixar la porta oberta a pujades addicionals, atesa la fortalesa de l'economia nord-americana. En els dos casos, els mercats financers van interpretar que les pauses posaven fi al cicle de pujades de tipus als dos costats de l'Atlàntic. En altres economies avançades, els bancs centrals del Canadà i d'Anglaterra també van optar per mantenir les taxes sense canvis en el 5,00% i en el 5,25%, respectivament. El contrapunt el va posar el Banc del Japó, que, encara amb una política molt expansiva, va fer un petit pas cap a la retirada de la política de control de la corba de tipus sobirans (el Banc del Japó fixa un «sostre» de l'1,0% per al tipus sobirà a 10 anys, una cota que, a partir d'ara, probablement tractarà amb més flexibilitat, en considerar-la, formalment, com només una «referència»).

Millora dels pendents de les corbes sobiranes. A les sessions prèvies a les reunions de la Fed i del BCE, i malgrat la incertesa geopolítica, l'expectativa d'un entorn monetari marcat pel *higher for longer* va ser el principal catalitzador dels mercats sobirans. Als EUA, aquest sentiment es va consolidar amb la publicació de dades d'activitat que van mostrar que l'economia es mantenia resilient i va pressionar notablement a l'alça la rendibilitat dels bons a llarg termini, que, en el cas del *treasury* a 10 anys, va assolir el 5% (momentàniament) per primera vegada en 16 anys. No obstant això, després de la reunió de la Fed, les dades del mercat laboral van mostrar una certa pèrdua de tracció, i, de nou, les rendibilitats del deute sobirà van recular juntament amb la menor expectativa dels inversors de noves alces de tipus per part de la Fed. A la zona de l'euro, en canvi, la feblesa de les dades econòmiques va propiciar l'ajust a la baixa en els rendiments dels trams més curts, mentre que els trams llargs es van acabar contagiant del descens final dels tipus sobirans dels EUA. Les primes de risc dels països de la perifèria europea es van estrènyer, en especial la d'Itàlia després que S&P mantingués la seva qualificació creditícia. Per la seva banda, al mercat de divises, el dòlar va capitalitzar la millora de rendibilitat de la seva corba en relació amb la de la zona de l'euro i es va mantenir al voltant de l'1,05 en relació amb l'euro.

Les borses sumen tres mesos seguits de descensos. Malgrat registrar un saldo anual positiu del 7%, l'MSCI World Index va cedir prop del 2% a l'octubre, arran de la confirmació de la continuïtat dels tipus d'interès en nivells elevats i durant més temps, tant a les economies avançades com a les principals emergents, i de la cautela dels inversors davant la inestabilitat d'alguns riscos geopolítics. A més a més, els dos factors van coincidir amb l'inici de la campanya de resultats empresarials del 3T als EUA i a la zona de l'euro. Fins al tancament d'octubre, el balanç era mixt, ja que els beneficis superaven les expectatives en més del 70% en el cas dels EUA, però el seu ritme de creixement va ser el més baix dels últims trimestres, i les perspectives per al 2024 eren menys optimistes. En suma, aquests factors van penalitzar la capitalització de les principals borses occidentals, que, al llarg del mes, s'hi van deixar, de mitjana, el 3%, i, a les dels emergents, malgrat els nous estímuls monetaris i fiscals a la Xina, els principals índexs borsaris també van recular.

EUA: condicions financeres

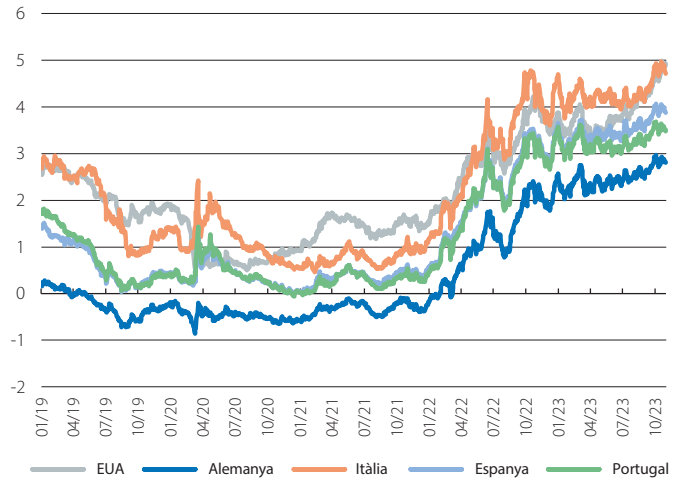
Índex



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

Evolució dels tipus sobirans a 10 anys

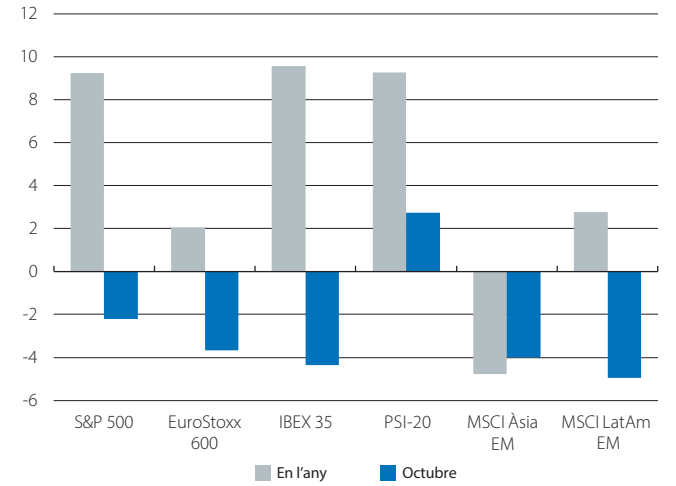
(%)



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

Principals índexs borsaris

Variació (%)



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

Del LIBOR al SOFR

El 30 de juny del 2023, es van deixar de publicar dades sobre l'USD LIBOR, el tipus d'interès al qual els bancs es prestaven dòlars nord-americans entre ells. No va ser un final brusc, perquè, des del 2017, les autoritats competents venien alertant de la necessitat d'abandonar el LIBOR en favor d'una altra referència, el SOFR. Tot seguit, expliquem a què fan referència aquestes dues sigles i quines diferències hi ha entre elles.

Què era el LIBOR i per què es va deixar de publicar?

LIBOR són les sigles de *London InterBank Offered Rate*, el tipus d'interès mitjà de les transaccions que un panell de bancs realitzava diàriament entre si, per a cada divisa i per a cada venciment, i que estava regulat per l'FCA.[1] És a dir, en un dia concret, de tots els préstecs denominats, per exemple, en dòlars que els bancs es concedien entre ells a un mes vista, es calculava el tipus d'interès mitjà al qual s'havien realitzat aquestes operacions per obtenir l'USD LIBOR a 1 mes. La importància d'aquest tipus d'interès era capital, ja que el tipus d'interès de molts préstecs a particulars i a empreses no financeres estava vinculat a la seva evolució.

No obstant això, després de la crisi financera, i, en part, per la menor voluntat dels bancs de prestar-se liquiditat entre ells, el nombre d'operacions d'aquest tipus va recular marcadament. De llavors ençà, la mitjana es va deixar de calcular d'acord amb les operacions realitzades i va passar a fixar-se com el resultat d'una enquesta sobre quin seria el tipus d'interès al qual es concedirien els préstecs,[2] la qual cosa li restava representativitat i, fins i tot, havia generat episodis de males pràctiques.

Atesa la rellevància del LIBOR, l'FCA va començar a treballar per buscar alternatives al tipus d'interès interbancari base abans d'interrompre la publicació dels LIBOR, al gener del 2022, per al cas dels LIBOR denominats en lliures esterlines, iens japonesos i francs suïssos i, al juny del 2023, per als denominats en dòlars nord-americans.[3]

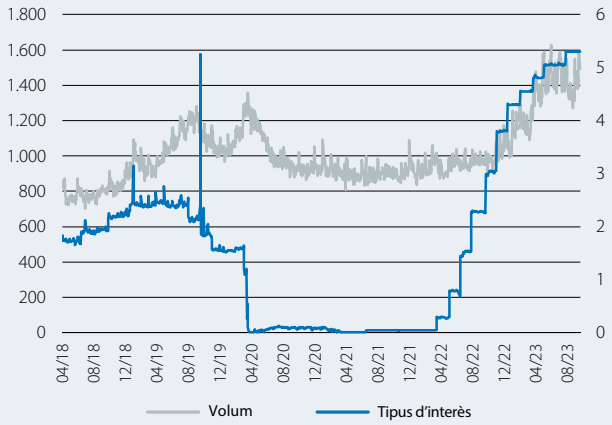
Què és el SOFR i com soluciona els problemes del LIBOR?

Centrant-nos en el cas del dòlar nord-americà, el SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) és un tipus d'interès

1. Autoritat de Conducta Financera del Regne Unit.
2. Andrew Bailey, actual president del Banc d'Anglaterra i llavors president de l'FCA, va explicar que, per a una divisa i per a un venciment concrets, es van produir només 15 transaccions en tot el 2016. Vegeu *The future of LIBOR*, discurs d'Andrew Bailey el 27 de juliol del 2017 a Bloomberg, Londres.
3. En aquest article, ens centrem en el cas dels EUA i en el seu nou tipus d'interès de referència, el SOFR, però, per als països esmentats més amunt, també hi ha nous tipus alternatius que han substituït el LIBOR. Al Regne Unit, la principal referència ara és el SONIA *(Sterling Overnight Index Average)*; a Suïssa, el SARON *(Swiss Average Rate Overnight)*, i, al Japó, el TONA *(Tokio Overnight Average Rate)* i el TIBOR *(Tokio Interbank Offered Rate)*.

Secured Overnight Financing Rate (SOFR)

(Milers de milions de dòlars) *(%)*



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

desenvolupat per la Reserva Federal dels EUA i que es publica des del 2018. Aquest tipus d'interès és el resultat de calcular la mitjana ponderada de tots els préstecs a un dia que es presten diverses entitats financeres entre elles dins el sistema de la Reserva Federal. Conceptualment, això fa que s'assembli al LIBOR. No obstant això, com veurem més endavant, hi ha diferències rellevants. De fet, des de l'inici del seu càlcul, el volum de transaccions diari amb el qual s'ha calculat el SOFR supera, de mitjana, el bilió de dòlars, amb un valor mínim de 0,7 bilions de dòlars, la qual cosa limita la problemàtica principal del LIBOR: la baixa representativitat.[4] A més a més, el SOFR el publica la Reserva Federal de Nova York en funció de les transaccions observades, en lloc de les transaccions reportades.

Són equivalents el LIBOR i el SOFR?

Conceptualment, els dos tipus d'interès són resultat d'observar les transaccions entre entitats financeres. No obstant això, per al cas del SOFR, els préstecs utilitzats per al càlcul de la referència estan garantits amb deute sobirà nord-americà com a col·lateral (*secured*), mentre que els préstecs utilitzats per calcular el LIBOR no tenen cap col·lateral (*unsecured*). Això fa que el risc de les operacions amb les quals es calcula el SOFR sigui, en general, menor que en les operacions utilitzades per al LIBOR i, per tant, el tipus d'interès és una mica inferior.

Una altra diferència rellevant és que, per al SOFR, només es publica, per definició, el tipus d'interès a un dia, mentre que, per als LIBOR, es reportaven també els tipus d'interès

4. Aquesta major representativitat és resultat, en part, d'incloure altres entitats financeres (asseguradores o gestores de fons, entre d'altres), a més dels principals bancs. Per a més detalls sobre les transaccions i sobre el càlcul del SOFR, vegeu https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr.

de les transaccions interbancàries a 1 setmana i a 1, 3, 6 i 12 mesos. Per poder obtenir el tipus d'interès a aquests venciments, el Chicago Mercantile Exchange (CME) calcula el tipus d'interès implícit a partir dels futurs sobre el SOFR a aquests terminis i els publica a la seva pàgina web.

Així i tot, i reconeixent les diferències entre el LIBOR i el SOFR, aquest últim ens ofereix una continuïtat raonable com a mètrica dels tipus d'interès interbancaris als EUA.

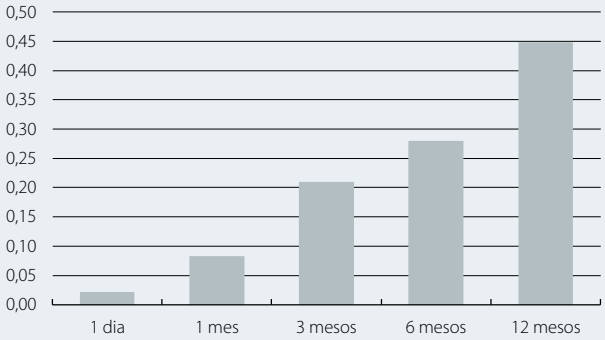
I l'euríbor?

La revisió d'aquesta mena de referències interbancàries, amb la finalitat de millorar-ne la representativitat, es va dur a terme per a totes les principals divises de les economies avançades, i l'euríbor a diferents mesos no va ser una excepció. No obstant això, a diferència del LIBOR, per a l'euríbor, es van millorar els mètodes de càlcul, i, des del 2019, es publica el mateix indicador però amb una metodologia millorada.[5]

Ricard Murillo Gili

Diferencial entre el LIBOR i el SOFR a diferents venciments

(p. b.)



Nota: *Mostra des del gener del 2020 fins al juny del 2023, llevat dels 12 mesos, que mostrem des del setembre del 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global, via Refinitiv.*

5. Per a més detalls, vegeu el Focus «Preguntes i respostes sobre l'euríbor», a l'IM07/2022.

El petroli, un mercat tens i «en tensió»

El conflicte entre Israel i Hamàs que va explotar al començament d'octubre és, abans de res, una tragèdia humanitària. Tot i que encara és molt complicat quantificar l'impacte de l'escalada bèl·lica sobre l'economia mundial, sí que és clar que un dels principals focus d'atenció recau en el mercat de petroli, atesos la geolocalització del conflicte i el risc que involucri més països del Pròxim Orient. Fins a la data, els mercats financers han reaccionat amb una cautela relativa, tot i que la volatilitat ha repuntat. Al mercat de cru, s'ha produït una certa pressió a l'alça sobre els preus del barril. No obstant això, per entendre millor les perspectives d'aquest mercat, primer hem de fer un pas enrere, ja que una part de les tensions en els preus del petroli es venien cotitzant des de l'estiu.

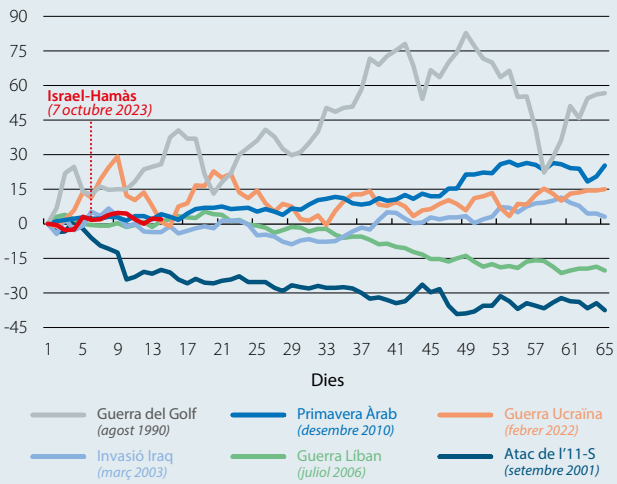
Els desequilibris entre l'oferta i la demanda

Els mercats mundials de cru van començar a experimentar un major ajust cap a la meitat de juliol, a mesura que l'equilibri entre l'oferta i la demanda començava a donar signes d'inestabilitat. El nerviosisme es va incrementar després que l'Aràbia Saudita[1] anunciés per sorpresa, al començament de setembre, que ampliaria la reducció voluntària –addicional als acords de l'OPEP– d'1 milió de barrils diaris (b/d) fins al final d'enguany. Amb aquesta mesura, la seva producció es mantindria al voltant dels 9 milions de b/d fins al final del 2023, el nivell més baix en diversos anys. En paral·lel, Rússia,[2] aliada de l'OPEP, també va ampliar la reducció de les seves exportacions en 300.000 b/d. Les dues mesures es van sumar a les retallades ja vigents de l'OPEP i els seus aliats, que, al juny, van ampliar-les fins al final del 2024, i van coincidir en un moment en què les existències de cru i de destil·lats dels EUA[3] (primer productor mundial) es trobaven en nivells excepcionalment baixos i en què la demanda global de petroli s'encaminava cap a nivells rècord,[4] malgrat els dubtes sobre el creixement econòmic de la Xina.[5]

1. L'Aràbia Saudita és el primer país productor de l'OPEP, amb una quota de producció actual estimada del 32,2% dins l'organització. A nivell mundial, és el segon major productor per darrere dels EUA, i, el 2022, la seva producció va pujar fins als 12,1 milions de b/d.
2. Rússia és el tercer major productor de petroli mundial (11,2 milions b/d el 2022). S'estima que la quota de mercat conjunta de l'Aràbia Saudita i Rússia supera el 40% del total de l'OPEP i aliats.
3. Malgrat que la seva producció va pujar fins als 17,7 milions b/d el 2022, els EUA són importadors nets de cru, perquè les seves refineries no estan preparades per processar les noves varietats de petroli que produeix el país, més lleuger i amb poc sofre (esquist).
4. L'OPEP i la IEA estimen que, el 2023, la demanda global de petroli se situarà al voltant dels 102 milions de b/d, impulsada, en gran part, per la demanda de països no-OCDE (principalment la Xina i l'Índia) i pel consum del combustible per a aviació (querosè).
5. Malgrat la moderació del ritme de creixement de la seva economia, les importacions de petroli de la Xina, inclosos els productes refinats, han augmentat el 19% interanual entre el gener i el setembre, impulsades per l'augment del trànsit de viatgers, per la indústria i pel consum de les llars.

Impacte d'esdeveniments geopolítics sobre el preu del petroli

Variació (%)



Nota: *Dades a 25 d'octubre del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

La suma d'aquestes circumstàncies va afavorir l'escalada dels preus del barril de Brent entre el juliol i el setembre fins als 96 dòlars, un augment superior al 20% que va situar el preu en el nivell màxim des del novembre del 2022 i que, a més a més, va anar acompanyat d'un desplaçament a l'alça de tota la corba de preus futurs del cru. A l'inici del 4T 2023, però, la retòrica del *higher for longer* dels principals bancs centrals va refredar una part de l'eufòria compradora i els preus es van relaxar prop de 10 dòlars per barril.

Un risc amb prou feines previst

En els 20 primers dies de conflicte entre Israel i Hamàs, el preu del petroli, impulsat per les primes de risc vinculades a la incertesa de la guerra, s'ha encarit prop del 7% i cotitza al voltant dels 90 dòlars el barril. Així i tot, en relació amb alguns episodis passats en què les tensions geopolítiques implicaven directament països de l'Orient Mitjà, la reacció inicial del preu del barril va ser «continguda». En part, aquesta «contenció» és deguda al fet que, des de la crisi del 1973, la quota de producció de països com els EUA i Rússia s'ha incrementat en detriment de la de l'OPEP i també al fet que, en els últims anys, han millorat les relacions comercials i diplomàtiques que molts països del Golf mantenen amb Israel.[6]

6. El 2020, la Unió dels Emirats Àrabs, Bahrain, Sudan i el Marroc juntament amb Israel van signar els Acords d'Abraham, amb la finalitat de normalitzar les relacions diplomàtiques i comercials. En les setmanes prèvies a la guerra, l'Aràbia Saudita també estava gairebé a punt de formalitzar les seves relacions comercials amb Israel.

No obstant això, la situació actual ha posat en relleu un risc geopolític que amb prou feines s'ha tingut en compte en els últims anys. Ni Israel ni Palestina són productors importants de cru, però el vincle de l'Iran[7] amb Hamàs ressalta els forts riscos per a l'escenari energètic davant una eventual escalada bèl·lica que inclogués més països. Arribat el cas, un dels escenaris que més inquietud desperta entre els inversors i els analistes és la participació de l'Iran en el conflicte, ja que, per la seva situació geogràfica, té domini sobre l'estret d'Ormuz, per on circula entre el 30% i el 40% del total del cru que s'exporta per via marítima (entre el 15% i el 20% de la producció mundial) i al voltant del 20%-25% del comerç marítim mundial de gas natural liquat.

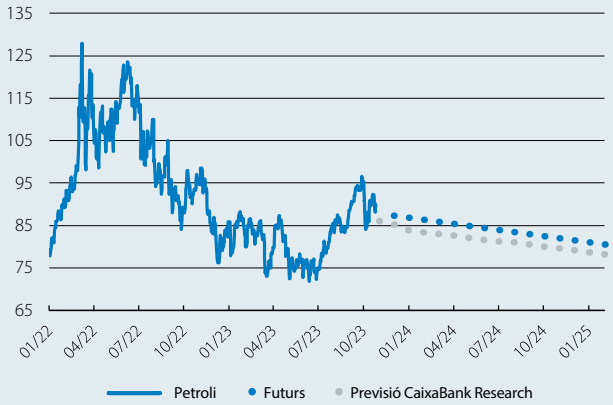
Els preus del petroli continuaran *higher for longer*

A més dels esforços diplomàtics que s'estan realitzant per part de països i d'organitzacions internacionals per resoldre el conflicte, els principals actors del mercat del petroli estan intentant avançar en mesures per esmorteir els efectes que podria tenir un empitjorament de la guerra sobre els preus del cru. Els EUA han aixecat de forma temporal les sancions petrolieres sobre Veneçuela,[8] si més no durant sis mesos. El seu Departament d'Energia també ha anunciat que, per pujar les reserves estratègiques, planeja comprar 6 milions de barrils a 79 dòlars el barril. D'altra banda, l'Aràbia Saudita ha manifestat que no té plans d'ampliar les retallades de producció i que disposa de prou capacitat ociosa per tornar a rellançar l'oferta. Així i tot, en el moment d'escriure aquestes línies, no semblava que els inversors consideressin que les mesures anunciades fossin suficients i les primes de risc aplicades als preus es mantenien elevades.

En resum, de cara a l'any vinent, tot fa pensar que els preus del barril de cru continuaran elevats. La pressió sobre les existències mundials de petroli, palpables abans de la guerra, amb tota probabilitat es mantindran, com a mínim, fins a l'inici del 2024, quan els països productors podrien recuperar les seves quotes d'extracció. De tota manera, també cal tenir en compte que la demanda de la Xina continuarà donant suport a l'augment del creixement de la demanda mundial.[9] Així, els futurs apunten a preus una mica superiors als 80 dòlars en el conjunt del 2024. Així i tot, aquestes xifres són molt sensibles a canvis en la guerra al Pròxim Orient, que, si s'allarga en el temps o si s'amplia a més països, intensificaria les pressions sobre l'oferta i sobre les primes de risc dels preus futurs del barril.

Beatriz Villafranca

Preu del petroli Brent
(Dòlar/barril)



Nota: *Dades a 25 d'octubre del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

7. L'Iran és el vuitè productor mundial de petroli, i la seva quota de producció a l'OPEP és de l'11%. El 2023, ha augmentat la producció de manera significativa (el +20% fins al setembre), davant una certa distensió de les sancions que els EUA van imposar sobre l'Iran el 2016.
8. L'aixecament es farà sobre una part de les sancions imposades el 2017 i a canvi del compliment d'unes certes garanties constitucionals de cara als comicis del 2024 a Veneçuela. El consens d'analistes estima que, a curt termini, ateses la falta d'inversió i l'obsolescència de la indústria, la producció de Veneçuela només assoliria els 200.000 b/d.
9. La IEA estima que el creixement de la demanda mundial de petroli el 2024 pujarà a gairebé 102 milions b/d, dels quals el 77% correspondria a la Xina.

Tipus d'interès (%)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euríbor 3 mesos	3,97	3,95	2	184,0	224,6
Euríbor 12 mesos	4,05	4,23	–18	76,1	137,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,64	3,69	–5	103,8	151,6
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,02	3,20	–19	25,2	103,4
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,81	2,84	–3	23,5	66,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,88	3,93	–5	22,0	65,3
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,53	3,60	–8	–6,1	38,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
Deute públic a 1 any	5,45	5,45	0	76,3	75,6
Deute públic a 2 anys	5,09	5,04	4	66,2	46,8
Deute públic a 10 anys	4,93	4,57	36	105,6	83,0

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

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	86	80	5	–4,9	–25,9
Itraxx Financer Sènior	98	91	8	–0,8	–22,9
Itraxx Financer Subordinat	179	166	14	7,3	–37,6

Tipus de canvi

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,058	1,057	0,0	–1,2	7,7
EUR/JPY (iens per euro)	160,410	157,950	1,6	14,2	10,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,870	0,867	0,4	–1,7	1,0
USD/JPY (iens per dòlar)	151,680	149,370	1,5	15,7	2,6

Primeres matèries

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	539,5	548,6	–1,6	–2,8	–2,0
Brent ($/barril)	87,4	95,3	–8,3	1,7	–9,1
Or ($/unça)	1.983,9	1.848,6	7,3	8,8	21,3

Renda variable

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.193,8	4.288,1	–2,2	9,2	11,5
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.061,1	4.174,7	–2,7	7,1	12,1
Ibex 35 (Espanya)	9.017,3	9.428,0	–4,4	9,6	13,2
PSI 20 (Portugal)	6.257,1	6.090,3	2,7	9,3	9,1
Nikkei 225 (Japó)	30.858,9	31.857,6	–3,1	18,3	11,6
MSCI emergents	915,2	952,8	–3,9	–4,3	4,8

L'economia mundial, amb un refredament desigual

S'intensifiquen les divergències regionals en l'economia global. L'activitat econòmica es continua ressentint del repunt inflacionista que, ja fa gairebé dos anys, va esclatar pels desequilibris entre l'oferta i la demanda (derivats de la pandèmia) i per l'encariment de l'energia i dels aliments (amb la guerra d'Ucraïna). En un inici, l'economia mundial va mostrar més resistència de la que s'esperava, però, en els últims trimestres, s'està notant més el llast d'unes condicions financeres que, atesa la necessitat de lluitar contra la inflació, els bancs centrals han dut a terreny clarament restrictiu i que pesen, en especial, sobre els mercats immobiliaris, la inversió i l'activitat. Així i tot, el refredament és més intens a les economies avançades que a les emergents, i, dins els dos grups, hi ha excepcions destacables, com la resistència dels EUA al primer bloc i les dificultats de la Xina al segon.

Els EUA resisteixen els vents de cara. El PIB nord-americà va créixer un notable 1,2% intertrimestral en el 3T 2023, més del doble que la mitjana de la primera meitat de l'any (el +0,5%) i amb una composició sòlida (el consum privat va créixer l'1,0%; el consum públic, l'1,1%, i la inversió residencial, l'1,0%, després de nou trimestres consecutius de reculades). Aquesta resistència de l'activitat no entela la reducció de la inflació, que continua convergint cap a l'objectiu del 2% de la Reserva Federal. No obstant això, al setembre, l'IPC va enviar alguns senyals mixtos. En concret, la inflació general es va mantenir sense canvis en el 3,7% interanual, a causa, principalment, de la pujada dels preus de l'energia. La inflació nucli, per la seva banda, va recular 2 dècimes fins al 4,1%, però les seves dinàmiques intermensuals van ser menys positives que en els mesos anteriors, amb una taxa estable en el 0,3% i, per components, una acceleració de la inflació dels lloguers (el 0,6% *vs*. el 0,3% de l'agost), que pesen més del 40% a la cistella nucli.

Europa pateix el fred. A la zona de l'euro, el PIB va caure el 0,1% en el 3T, després de créixer el 0,2% en el 2T (revisat 0,1 p. p. a l'alça). En part, aquesta xifra reflecteix la volatilitat del PIB a Irlanda (el –1,8% intertrimestral *vs*. el +0,5% en el 2T), tot i que, un cop excloses les dades irlandeses, la zona de l'euro gairebé s'hauria estancat en el 3T. Aquesta atonia de l'activitat va ser gairebé generalitzada entre les grans economies, amb un descens del 0,1% intertrimestral a Alemanya (després de l'estancament de la primera meitat de l'any), un avanç moderat del 0,1% a França (una dada no tan modesta si es té en compte que el 0,6% del 2T va estar fortament esperonat per efectes temporals, després dels quals s'hauria pogut observar més reversió), i l'estancament d'Itàlia (el 0,0% en el 3T *vs*. el –0,4% en el 2T), mentre que Espanya es va mostrar més dinàmica (el 0,3%).

La inflació europea baixa del 3%. La cara positiva del refredament de l'activitat de la zona de l'euro es troba en la inflació, amb uns últims registres que reforcen la perspectiva que asso-

FMI: previsions de creixement del PIB

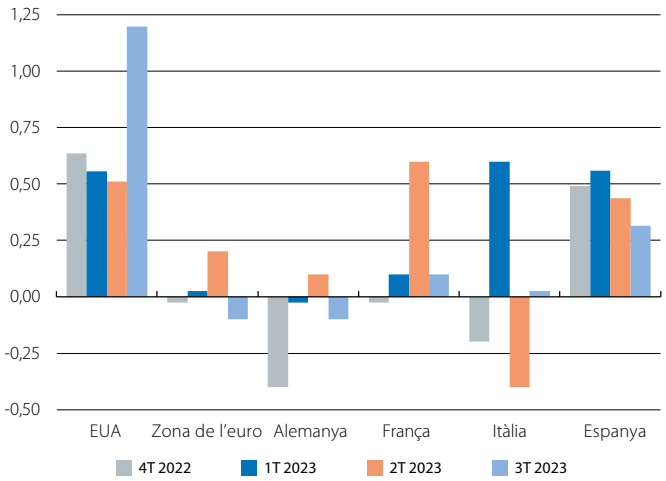
Variació anual (%)

		Projeccions		Var. en relació amb el WEO del juliol	
	2022	2023	2024	2023	2024
Economia mundial	3,5	3,0	2,9	0,0	–0,1
Economies avançades	2,6	1,5	1,4	0,0	0,0
EUA	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Zona de l'euro	3,3	0,7	1,2	–0,2	–0,3
Japó	1,0	2,0	1,0	0,6	0,0
Regne Unit	4,1	0,5	0,6	0,1	–0,4
Economies emergents i en desenvolupament	4,1	4,0	4,0	0,0	–0,1
Xina	3,0	5,0	4,2	–0,2	–0,3
Índia	7,2	6,3	6,3	0,2	0,0

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2023).*

Economies avançades: PIB

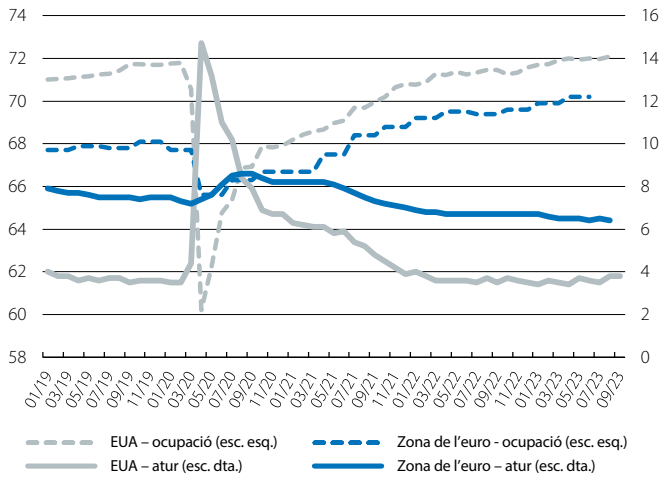
Variació intertrimestral (%)



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

Economies avançades: ocupació i atur

(% de població total de 15 a 64 anys) *(% de població activa)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.*

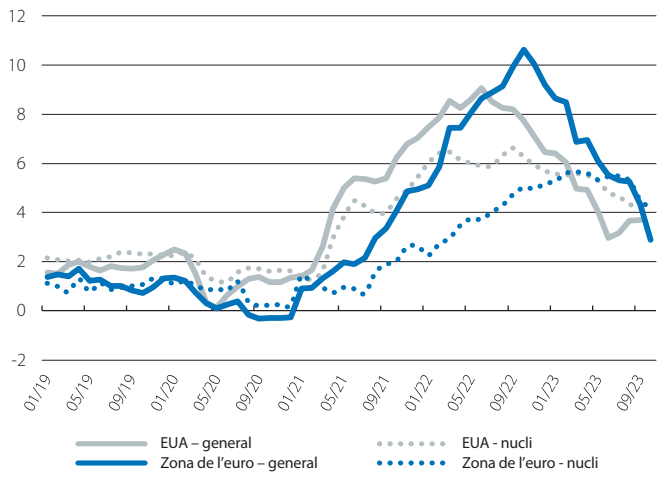
leixi el 3% en els propers mesos. En particular, la inflació general de la zona de l'euro va disminuir amb força a l'octubre, fins al 2,9% interanual (–1,4 p. p.), mentre que la inflació nucli va recular fins al 4,2% (–0,3 p. p.). Al conjunt de la regió, no es veien nivells tan baixos des de l'estiu del 2021 (inflació general) i des de l'estiu del 2022 (inflació nucli). La caiguda de l'octubre va reflectir un fort efecte base dels preus energètics (que van registrar una contracció de l'11,1% interanual i van desfer el tensionament energètic viscut a la tardor del 2022), però és remarcable que, en tota la resta dels components, també es va observar una desacceleració sostinguda, on van destacar els béns industrials (–0,6 p. p.) i els serveis (–0,1 p. p.). A més a més, segons les estimacions desestacionalitzades de l'IPCH que publica el BCE, la inflació intermensual anualitzada va ser del –0,1% (general) i de l'1,2% (nucli) a l'octubre, mentre que el *momentum* de la inflació es va situar en el 4,5% (general) i en el 3,2% (nucli).

El tancament del 2023 s'encara a velocitat desigual. A la zona de l'euro, els primers indicadors de confiança disponibles per al 4T assenyalen la continuïtat d'una activitat apàtica: a l'octubre, el PMI es va mantenir en zona contractiva, tant a la indústria (43,1 punts) com als serveis (47,8, i en mínims des de l'inici del 2021), en una feblesa gairebé generalitzada entre països (el PMI compost va continuar en zona contractiva a Alemanya, a França i a Itàlia). En canvi, als EUA, el PMI compost de l'octubre va continuar en zona lleugerament expansiva (50,7) i va millorar de forma moderada a les manufactures (50,0 *vs*. 49,8 al setembre) i als serveis (50,6 *vs*. 50,1). Així mateix, a l'octubre, el mercat laboral nord-americà va crear 150.000 llocs de treball, una xifra positiva però inferior al ritme mitjà prepandèmia, i la taxa d'atur va augmentar lleugerament fins al 3,9%.

L'economia xinesa agafa una mica d'aire en un entorn exigent. Malgrat que l'activitat econòmica de la Xina continua llastada per una crisi del sector immobiliari que té l'aire de continuïtat, el PIB va aconseguir créixer un notable 1,3% intertrimestral en el 3T 2023, després del 0,5% del 2T (revisat 0,3 p. p. a la baixa). En termes interanuals, el creixement es va desaccelerar fins al 4,9% (*vs*. el 6,3% en el 2T), reflex de l'esvaïment dels efectes base presents en el trimestre previ a conseqüència dels confinaments al país en el 2T 2022. En positiu, els indicadors d'activitat van dibuixar un trimestre «de menys a més», amb unes vendes al detall (el 5,5% interanual al setembre *vs*. el 4,6% de l'agost) apuntant cap a una recuperació del consum privat. En canvi, es va intensificar la desacceleració de la inversió (el +3,1% interanual des de l'inici d'enguany *vs*. el 3,8% fins al 2T), afectada per la feblesa persistent del sector immobiliari. Pel que fa a les primeres dades disponibles del 4T, els PMI de Caixin continuen dibuixant una economia amb dificultats per aconseguir una recuperació sostinguda després de la pandèmia, amb un índex compost en zona estanca a l'octubre (50 punts), amb una lleugera reculada en les manufactures (49,5) i amb una mica de millora als serveis (50,4).

Economies avançades: IPC

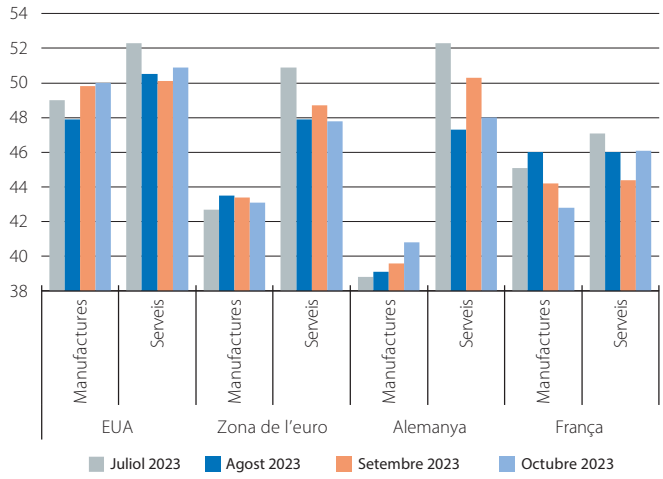
Variació interanual (%)



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

Economies avançades: PMI

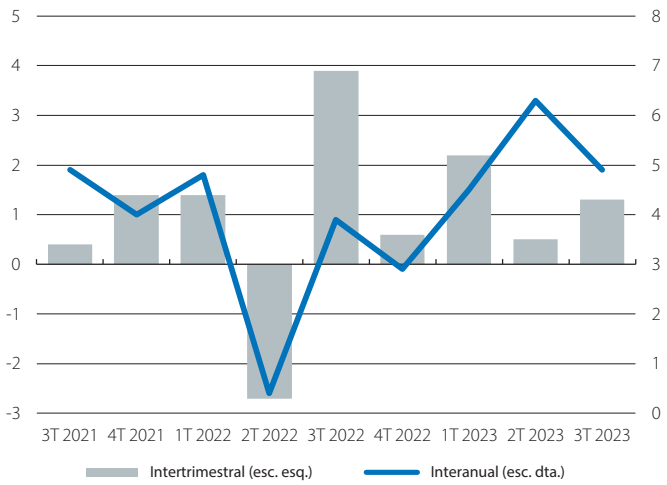
Índex



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

Xina: PIB

Variació (%) *Variació (%)*



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

Què significarà el *de-risking* per a la UE?

Després de dècades d'expansió ràpida del comerç global, impulsada, en part, per la integració de la Xina en l'economia mundial, l'última onada de globalització ha anat perdent embranzida. Nombrosos factors expliquen aquest alentiment, entre els quals podem esmentar l'esvaïment d'uns certs avantatges comparatius, com el diferencial de costos salarials, a mesura que es desenvolupaven els nous centres globals de producció, en particular al continent asiàtic.[1] A aquestes macrotendències, s'ha sumat, en l'última dècada, l'augment de les tensions geopolítiques i de la incertesa cap a les polítiques comercials. Tot plegat ha fet ressorgir les discussions sobre conceptes com la seguretat econòmica i ha comportat canvis profunds en les polítiques econòmiques de les majors potències comercials del món.

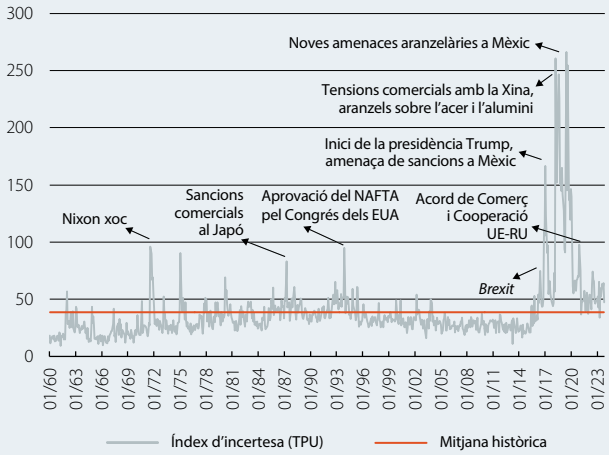
El 2015, les autoritats xineses van presentar el pla *Made in China 2025* amb l'objectiu d'incrementar la producció del país en sectors estratègics. El 2022, es van aprovar als EUA el *Inflation Reduction Act* i el *Chips and Science Act*, uns paquets d'estímul econòmic per impulsar la indústria nord-americana en les dimensions verda i digital. A la UE, la nova «autonomia estratègica» s'ha materialitzat, des de la pandèmia, en el llançament de programes d'inversió a gran escala, com el Next Generation EU o el RePowerEU.[2] Aquest retorn de la política industrial es dona a mesura que van augmentant les barreres als fluxos comercials i de capitals i es revisen les lleis de seguretat nacional i de propietat intel·lectual i els mecanismes de control dels fluxos d'inversió.

De-risking, decoupling, fracturing, reshoring, nearshoring, friendshoring... com entendre la nova era de la globalització?

Els múltiples xocs que hem patit en els últims anys han fet que les interdependències entre economies estiguin sota revisió. En edicions anteriors d'aquest mateix informe, hem vist la importància de les interdependències entre les economies europees, asiàtiques o la nord-americana, en especial en les manufactures i en particular en sectors com l'electrònica, la maquinària, el transport o les indústries química i farmacèutica.[3] D'una banda, l'eclosió de la Xina com a «fàbrica del món» en l'àmbit de l'electrònica va transformar profundament les cadenes de valor del sector, ja que va passar d'una posició gairebé irrellevant des del punt de vista de la producció a dominar sense embuts les cadenes de valor (vegeu el segon gràfic). De l'altra, els EUA va aconseguir reforçar el lideratge tecnològic (vegeu l'elevat valor afegit que genera la seva indústria al tercer gràfic), malgrat la deslocalització d'una part significativa de la producció a Àsia i, en particular, a la Xina.

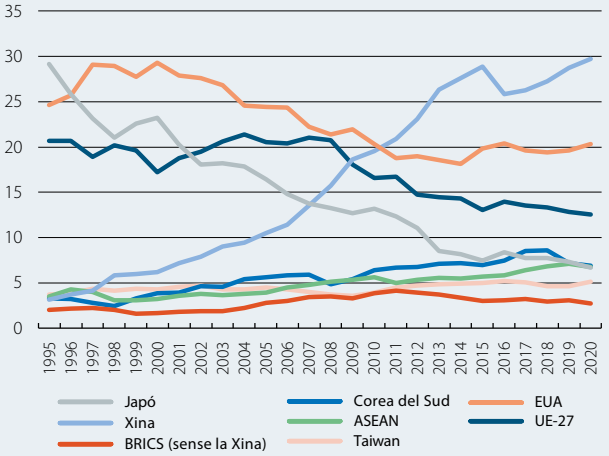
Aquest sector és un bon exemple de la cruïlla en què es troba la UE en un context de tensions comercials creixents, dependent, d'una banda, de la capacitat productiva d'un

Incertesa sobre la política comercial
Índex



Notes: *L'índex d'incertesa sobre la política comercial (TPU) es construeix a partir de cerques d'arxius electrònics de diaris i es calcula comptant la freqüència mensual d'articles que discuteixen la incertesa de la política comercial (com a percentatge del nombre total d'articles). Última dada: 1 d'octubre del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D.* et al. *(2020). «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», JME, 109, 38-59 (descarregat de: https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm, el 17/10/2023).*

Origen del valor afegit de la demanda global al sector de l'electrònica
(% de la demanda global)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la base de dades TiVA (Trade in Value Added) de l'OCDE.*

1. Vegeu els Focus «Quo vadis, globalització? (I i II)», a l'IM10/2023.
2. S'estima que, a cadascuna d'aquestes regions, els programes arribaran a centenars de milions de dòlars. Vegeu Zenglein, M. J. i Holzmann, A. (2019), «Evolving Made in China 2025 – China's industrial policy in the quest for global tech leadership», MERICS, Papers on China, núm. 8, i Franco-German Council of Economic Experts (2023), «Joint Statement – The Inflation Reduction Act: How should the EU react?».
3. Arribem a concloure, per exemple, que la «petjada electrònica» de la Xina a les majors economies avançades i emergents era tan important com la «petjada energètica» de Rússia a la UE.

soci comercial com la Xina i, de l'altra, de la puixança innovadora dels EUA.

Aquestes «dependències», però, van en sentits oposats i tenen múltiples dimensions. Si l'anàlisi de les cadenes de valor globals es fa de manera parcial (per exemple, sense considerar les relacions entre sectors), es pot produir una visió distorsionada de les dependències d'una regió. I el mateix passa si no es consideren factors com la concentració geogràfica de la producció, l'escassetat de determinats productes o el nivell de substituïbilitat entre factors productius.[4]

En aquest context, la UE ha proposat, en els últims mesos, una Estratègia Europea de Seguretat Econòmica que pretén minimitzar els riscos derivats de les dependències comercials en un context d'acceleració del canvi tecnològic i mantenir l'obertura i promoure el dinamisme de l'economia comunitària. Aquest nou enfocament s'ha traduït en l'aparició d'un nou argot: el *de-risking* (o minimització dels riscos) ha vingut, en part, a substituir una discussió anterior, més enfocada en el *decoupling* (o desacoblament) o en el *friendshoring* (la deslocalització de la producció cap a països aliats). En aquest sentit, la Comissió Europea ha publicat recentment una recomanació[5] que, entre 10 tecnologies crítiques, assenyala quatre àmbits prioritaris en què considera més probable que hi hagi riscos sensibles i immediats: les tecnologies avançades de semiconductors, les tecnologies d'intel·ligència artificial, les tecnologies quàntiques i les biotecnologies.[6] A més a més, la recomanació defensa que l'avaluació de riscos es basi, entre altres factors, en una anàlisi exhaustiva de la cadena de valor de les tecnologies, així com en la identificació «d'amenaces i actors d'amenaces» i en factors geopolítics.

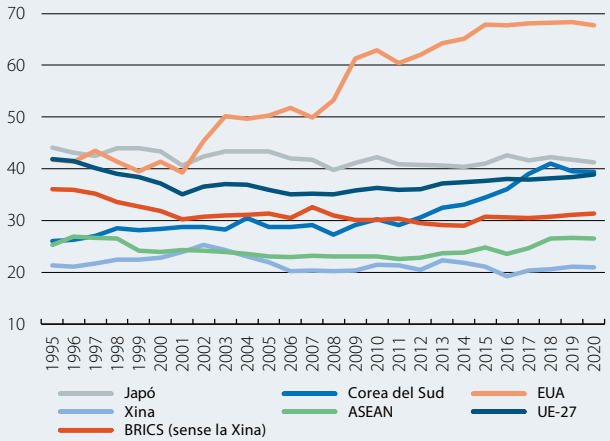
El *de-risking* de la UE en la doble transició: es busquen xips, terres rares, inversió i acords de comerç

De la mateixa manera que les interdependències actuals són el resultat de dècades d'integració econòmica global i han produït nombrosos beneficis per a totes les parts, la minimització de riscos i de vulnerabilitats en les cadenes de valor no serà una tasca a curt termini i implicarà costos. En aquesta nova fase de la globalització, potser més que mai, el diable serà als detalls. Si la batalla pel lideratge tecnològic (i pels consegüents beneficis geopolítics) continua activa, és possible que assistim a un replantejament gradual de les cadenes de valor globals. El cas de l'electrònica il·lustra bé els reptes i les prioritats de la UE en aquest entorn: per minimitzar els riscos associats a les dependències exteriors, el bloc vol continuar fomentant la inversió en noves tecnologies mitjançant estratègies i programes definits a nivell comunitari, al mateix temps que evita, en la mesura que sigui possible, una escalada proteccionista. D'altra banda, els reptes de la transició energètica i digital posen en evidència la importància de garantir l'accés continuat a mercats i a productes amb potencial de generar colls d'ampolla transversals a diverses tecnologies o sectors, com els xips o les terres rares. En els casos en què la distància de la frontera tecnològica o de les fonts d'extracció no donin més marge de maniobra, la intenció és que la diplomàcia econòmica sigui la millor arma de *de-risking* en un entorn de creixents tensions geopolítiques, mitjançant la recerca de fòrums de diàleg multilaterals i de nous acords de comerç que facilitin una diversificació gradual i eficaç de les cadenes de valor europees.

Luís Pinheiro de Matos

Intensitat tecnològica de la cadena de valor de cada país al sector de l'electrònica

Valor afegit/producció bruta (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la base de dades TiVA (Trade in Value Added) de l'OCDE.*

4. Vegeu, en aquest àmbit, BCE (2023), «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment», International Relations Committee Work Stream on Open Strategic Autonomy, núm. 311.
5. Vegeu el document «Recomanació sobre àmbits tecnològics crítics», publicat per la Comissió Europea el 3 d'octubre del 2023.
6. Els altres sis àmbits tecnològics considerats crítics inclouen: la connectivitat avançada, la navegació i les tecnologies digitals; les tecnologies de detecció avançada; les tecnologies espacials i de propulsió; les tecnologies energètiques; la robòtica i els sistemes autònoms, i els materials avançats, les tecnologies de fabricació i el reciclatge. La selecció de tecnologies en què l'avaluació de riscos es considera prioritària es va basar en criteris com la naturalesa «habilitant i transformadora» de la tecnologia o com el risc de fusió civil i militar.

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Activitat									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	2,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	3,9	4,0	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	108,7	104,3	102,6
Producció industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	0,1	0,1	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	47,6	49,0	46,7
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.269	1.358	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	307	304	303	302	302	316,5	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,8	3,9
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4	60,2
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,7	...
Inflació nucli	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,3	4,1	...

JAPÓ

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Activitat									
PIB real	2,2	1,0	0,4	2,0	1,6	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	36,2	35,2	35,7
Producció industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–4,4	–3,7	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–5,3	–2,7	...	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,1	3,0	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,3	...

XINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	2,9	4,5	6,3	4,9	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	–2,7	5,8	...	...	4,6	5,5	...
Producció industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,5	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	49,7	50,2	49,5
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	898	898	946	943	898	906,4	901,0	871,1
Exportacions	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–9,5	–6,2	–7,9
Importacions	30,0	0,8	–6,9	–7,0	–6,7	–8,6	–7,3	–6,2	3,0
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,1	0,0	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–2,8	–2,7	–1,9	...	–2,2	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	2,2	2,0	0,4	–1,1	...	–5,0	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–16,0	–17,8	–17,9
Sentiment econòmic	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,7	93,4	93,3
PMI manufactures	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,5	43,4	43,1
PMI serveis	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	47,9	48,7	47,8
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,3	7,3	7,3	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,9	7,9	7,6	7,4	7,3	7,4	...
PIB real *(variació interanual)*	6,1	3,5	1,8	1,2	0,5	0,1	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	3,3	1,9	0,8	–0,2	0,1	–0,4	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	0,8	1,0	1,1	0,7	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,0	–	–	–

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	08/23	09/23	10/23
General	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	5,2	4,3	2,9
Nucli	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	5,3	4,5	4,2

Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Saldo corrent	3,1	–0,7	–0,7	–0,5	0,3	...	1,5	...	...
Alemanya	7,7	4,2	4,2	4,4	5,1	...	7,7	...	...
França	0,4	–2,0	–2,0	–1,9	–1,8	...	–2,1	...	...
Itàlia	2,4	–1,5	–1,5	–1,4	–1,1	...	–0,5	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	96,2	95,5	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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	7,9	5,7	3,9	1,0	0,7	0,2	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,1	1,0	0,8	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,0	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	1,4	–3,9	–8,0	–11,3	–12,0	–11,4	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	23,7	22,0	...
Instruments negociables	11,6	3,7	7,5	19,3	21,9	20,2	20,5	19,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,1	3,1	...

Notes: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.*

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

L'economia espanyola pateix la feblesa de l'entorn exterior

Després d'un primer semestre millor del que es preveia, la dada avançada del PIB per al 3T confirma l'afebliment de l'economia que ja anticipaven els diferents indicadors d'activitat. L'alentiment en la segona meitat de l'any és conseqüència, principalment, de la frenada de l'activitat a la zona de l'euro i de l'impacte de la pujada dels tipus d'interès. Pel costat positiu, continua destacant la capacitat de l'economia per generar ocupació en un entorn menys favorable.

El creixement del PIB es frena en el 3T, llastat per la demanda externa. El PIB va créixer el 0,3% intertrimestral en el 3T 2023 (l'1,8% interanual), 1 dècima menys que en el trimestre anterior i el menor ritme d'avanç des del 1T 2022, tot i que l'economia espanyola ha exhibit un millor comportament que les grans economies europees. La demanda interna ha anat prenent el relleu a l'externa com a motor de creixement, en especial el consum privat, que, amb el suport de la contenció de la inflació i de la fortalesa del mercat laboral, recupera per primera vegada els nivells prepandèmia. En canvi, la demanda externa va restar 0,4 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, ja que les exportacions van caure amb més intensitat que les importacions.

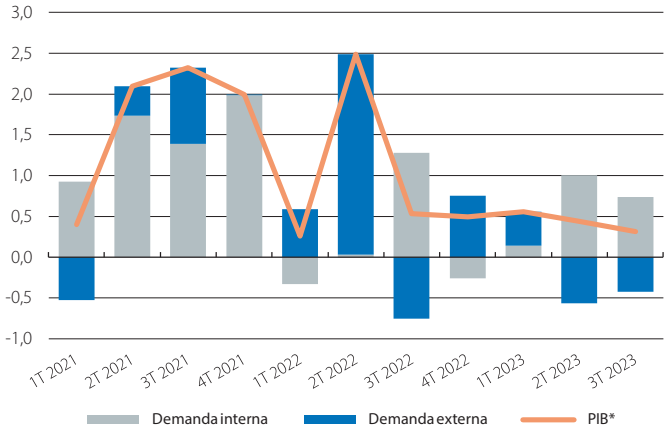
La dada de PIB del 3T 2023 és coherent amb el que havíem contemplat al nostre escenari, de manera que els riscos que envolten la nostra previsió de creixement per al conjunt de 2023, del 2,4%, es mantenen equilibrats. De cara al 2024, estimem que el ritme de creixement de l'economia espanyola es desaccelerarà fins a l'1,4%, afectada per l'impacte del menor dinamisme dels nostres principals socis comercials i pel recent repunt del preu del petroli, tot i que amb un perfil de menys a més al llarg de l'any, a mesura que vagin millorant l'entorn exterior, la confiança dels agents i l'execució dels fons NGEU.

Les primeres dades del 4T apunten al manteniment de la senda d'alentiment. Així, a l'octubre, l'índex PMI del sector manufacturer va recular 2,6 punts i es va situar en els 45,1 punts, de manera que, per setè mes consecutiu, es manté en terreny contractiu (per sota dels 50 punts). Per la seva banda, l'índex PMI per al sector serveis es manté en zona expansiva, en concret en els 51,1 punts. Pel que fa a l'índex de confiança empresarial harmonitzat (ICEH), elaborat per l'INE, va anotar la primera caiguda de l'últim any, en concret el –2,0% intertrimestral, i va reflectir l'empitjorament de les expectatives dels empresaris sobre la marxa del seu negoci, ja que es redueix el percentatge d'optimistes (el 19,2% del total, 3 punts menys que en el trimestre anterior) i augmenta el de pessimistes (1,9 punts, fins al 18,9%), de manera que el balanç (diferència entre els dos percentatges) se situa en el 0,3 (5,2 anterior).

El sector turístic va tancar la temporada d'estiu amb uns registres excel·lents. Durant el període juliol-setembre, van arribar al nostre país 29 milions de turistes estrangers, que van gastar 38.597 milions d'euros, la qual cosa representa creixements del 12,9% i del 19,4% interanual, respectivament. En relació amb els nivells prepandèmia, l'arribada de turistes se situa el 0,7% per damunt de la xifra del 2019, i la despesa, el 16,0%. Les pernoctacions en

Espanya: contribució al creixement del PIB per components

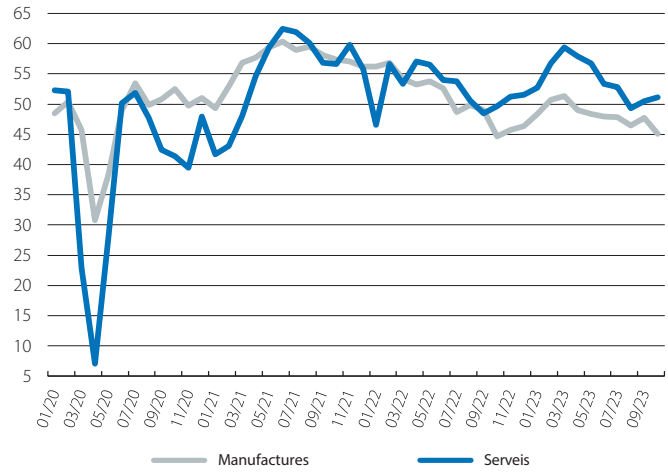
Contribució a la variació intertrimestral del PIB (p. p.)



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

Espanya: PMI

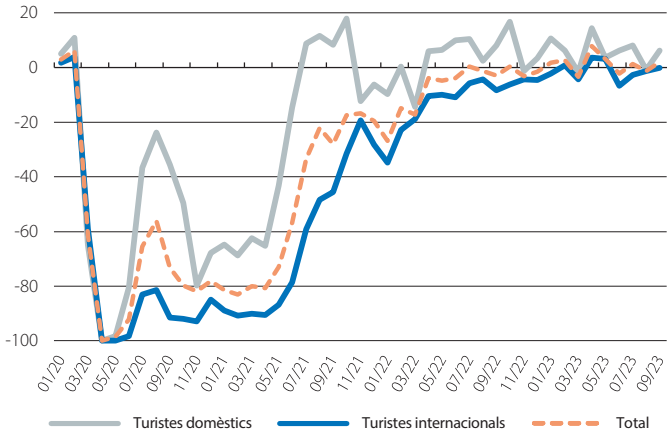
Nivell



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

Espanya: pernoctacions turístiques

Variació en relació amb el mateix mes del 2019



Nota: *Pernoctacions de turistes en hotels, en establiments de turisme rural, en apartaments turístics i en càmpings.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

allotjaments turístics se situen el 0,5% per damunt de les de l'estiu del 2019: el turisme internacional va continuar millorant i va assolir un nivell de pernoctacions només l'1,5% inferior, mentre que el turisme domèstic va assolir un volum el 3,7% superior.

El mercat laboral es va comportar millor del que es preveia en el 3T. Les dades de l'EPA del 3T 2023 han sorprès positivament pel notable augment dels ocupats i de la població activa. L'ocupació va augmentar en 209.100 persones, una xifra que millora els registres de l'any passat (+77.700) i de la mitjana dels 3T del 2014 al 2019 (+174.800). Amb aquesta dada, la taxa d'ocupació (percentatge d'ocupats sobre la població de 20 a 64 anys) assoleix màxims històrics i se situa en el 71,4%. La millora d'aquesta taxa és deguda, en gran part, a la incorporació de la dona al mercat laboral i al retard en l'edat de jubilació i és fonamental per millorar el potencial de creixement de l'economia, ja que representa un augment del grau d'utilització dels recursos laborals disponibles.

Quant a l'atur, va augmentar en el trimestre en 92.700 persones, de manera que la taxa es va incrementar en 2 dècimes i es va situar en l'11,8%. Aquest augment contrasta amb la caiguda que se sol produir en els 3T (–185.000 de mitjana en el període 2014-2019) i va ser degut a l'extraordinari augment dels actius (301.900, el segon major increment de la sèrie en un 3T, només superat per la dada anòmala del 2020). Aquest increment, que ha dut el volum total d'actius a màxims històrics (24,12 milions), s'ha degut, principalment, a l'augment de la població estrangera, que va créixer en 144.200 persones. En canvi, la població espanyola activa va augmentar en 93.800 persones, i els que tenen la doble nacionalitat, en 63.800. Des del 1T 2018, quan la població activa total va iniciar la senda de creixement, només interrompuda abruptament per la pandèmia, el creixement acumulat d'actius ha estat d'1,45 milions, fonamentalment estrangers (825.800 *vs*. 189.600 espanyols i 435.400 amb la doble nacionalitat).

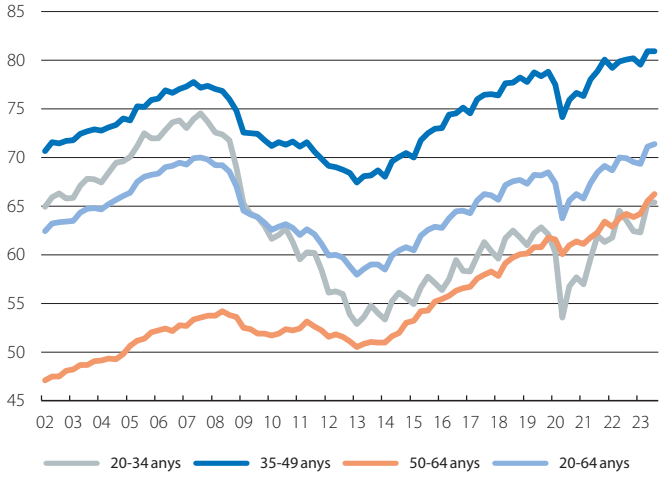
L'evolució recent del mercat laboral apunta a un afebliment en la creació d'ocupació. Les dades de l'octubre d'afiliació a la Seguretat Social mostren un increment de l'ocupació de 92.861 persones, l'octubre més fluix des del 2015. En termes desestacionalitzats, l'ocupació anota una pujada de 5.077 afiliats, per sota de la mitjana mensual en el 3T (15.651). Per al 2024, esperem que el ritme de creació d'ocupació es mantingui positiu però relativament contingut, amb un avanç del +1,4% en relació amb el 2023, la qual cosa hauria de permetre reduir la taxa d'atur fins a l'11,8% en mitjana anual.

La inflació frena la seva escalada i s'estabilitza a l'octubre en el 3,5%, gràcies, en gran part, a la caiguda dels preus dels carburants. La taxa subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va reduir amb intensitat fins al 5,2% (el 5,8% al setembre), la més baixa des del maig del 2022. Aquesta dada, juntament amb l'evolució a la baixa dels últims mesos, suggereix que les pressions inflacionistes de fons es van moderant de forma gradual.

Per al 2024, la taxa d'inflació general es mantindrà, probablement, en xifres similars a les d'enguany (el 3,6% en mitjana anual) si es retiren les mesures contra la inflació. No obstant això, sí que esperem una moderació de la inflació nucli (que exclou els aliments i l'energia), que preveiem que passarà de créixer el 4,6% el 2023 a fer-ho el 3,0% el 2024.

Espanya: taxa d'ocupació per grups d'edat

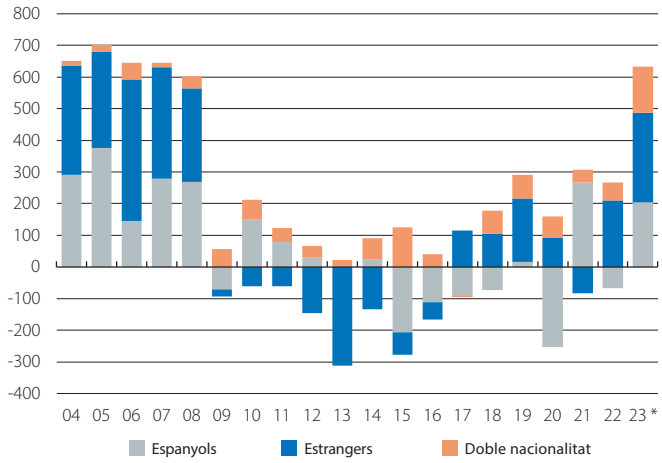
Població ocupada sobre població en edat de treballar (%)



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

Espanya: variació anual de la població activa

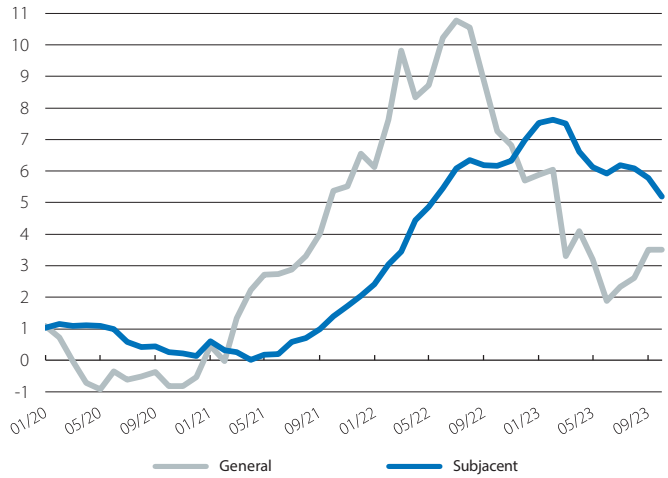
(Milers)



Nota: ** 3T 2023 sobre el 4T 2022.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

Espanya: IPC

Variació interanual (%)



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

L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola

Per què és tan baixa la productivitat a Espanya i per què ha crescut tan poc en els últims anys? Malgrat que la resposta és complexa i hi influeixen un cúmul de factors, les causes de la baixa productivitat laboral de l'economia espanyola i del seu escàs creixement són l'especialització productiva i la dimensió reduïda de les empreses.

La productivitat del treball a Espanya va augmentar el 9,3% entre el 2010 i el 2019 (l'1,0% anual de mitjana).[1] L'increment de la productivitat va ser generalitzat a la gran majoria dels sectors d'activitat, com ho constata el fet que el 82% dels ocupats espanyols treballin en sectors que han experimentat un creixement de la productivitat laboral en el període analitzat. No obstant això, tant el nivell de la productivitat com el seu ritme de creixement continuen sent modestos en comparació amb altres països de la zona de l'euro, com, per exemple, Alemanya.

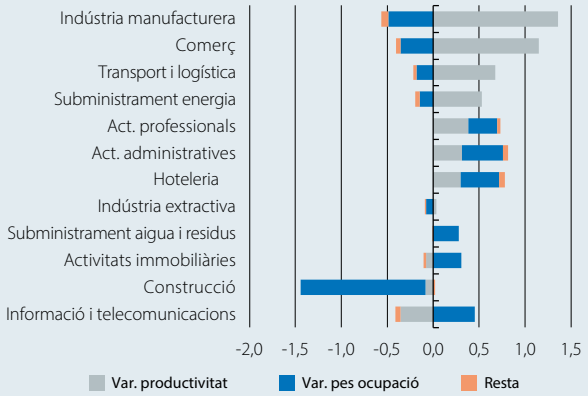
En quins sectors ha crescut més la productivitat?

La productivitat del conjunt de l'economia pot millorar per l'increment de la productivitat a cada sector o perquè es produeix un transvasament d'ocupació des de sectors amb una productivitat relativament baixa a sectors amb una productivitat més alta. Si descomponem l'increment de la productivitat entre el 2010 i el 2019 entre aquests dos factors, observem que tota la millora de la productivitat durant aquest període és deguda a l'increment de la productivitat de gairebé tots els sectors d'activitat (vegeu les barres grises del primer gràfic).

La indústria manufacturera és la que més ha aportat al creixement de la productivitat entre el 2010 i el 2019 i ha aconseguit incrementar el 18,2% el seu valor afegit brut (VAB) amb només un augment d'ocupats del 2,5%. També destaquen per la seva notable aportació els sectors del comerç, del transport i la logística i del subministrament d'energia.[2] L'hoteleria i les activitats professionals i administratives també contribueixen positivament a l'augment de la productivitat, tot i que ho fan en menor mesura.

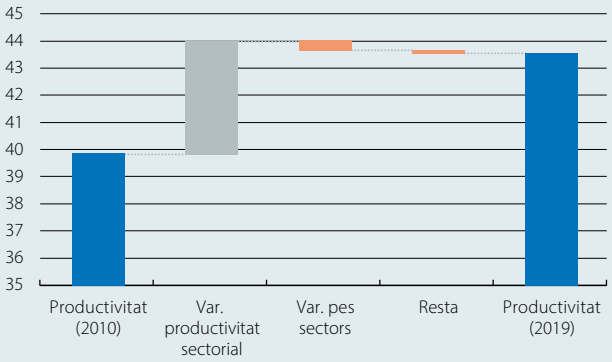
1. En aquest Focus, analitzem els sectors d'activitat que conformen l'economia de mercat, llevat de l'agricultura i de les activitats financeres i d'assegurances. En concret, incloem les seccions CNAE B-J i L-N, el VAB de les quals representa el 45% del total del PIB nominal a Espanya (el 55% a Alemanya). Les dades provenen de l'estadística estructural d'empreses d'Eurostat i estan disponibles fins al 2020, però prenem com a referència final l'any 2019 per evitar les distorsions en la producció i en l'ocupació que es van produir arran de la pandèmia.
2. El sector de subministrament d'energia és el que ha experimentat un major increment de productivitat entre el 2010 i el 2019 (el 38,4%), un sector que ha incrementat de forma molt significativa el seu VAB (el 34,5%) amb un menor nombre d'ocupats (el –2,8%).

Contribució de cada factor i de cada sector a l'increment de la productivitat total entre el 2010 i el 2019
(p. p.)



Nota: *L'increment de la productivitat entre el 2010 i el 2019 va ser del 9,3%. Aquest gràfic mostra la contribució de cada factor i de cada sector d'activitat a aquesta variació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Espanya: descomposició de l'increment de la productivitat entre el 2010 i el 2019
(Euros per treballador)



Nota: *L'increment de la productivitat es descompon entre el 2010 i el 2019 entre (1) la variació de la productivitat dins cada sector (marge intensiu) i (2) la variació del pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Un altre sector d'elevada productivitat (només per darrere del de subministrament d'energia) és el de la informació i les telecomunicacions. No obstant això, la seva aportació al creixement de la productivitat total entre el 2010 i el 2019 va ser negativa pel fet que l'increment de l'ocupació al sector (el 24,8%) va ser molt superior a l'increment del VAB (el 10,1%). La construcció i les activitats immobiliàries també són sectors amb una evolució negativa de la productivitat en aquest període.[3]

3. En el cas de la construcció, la reculada de la productivitat s'explica per una caiguda del VAB superior a la de l'ocupació (el –20,8 i el –19,4%, respectivament). En el cas de les activitats immobiliàries, per un fort augment de l'ocupació (el 40,4%), molt superior a l'augment del VAB (el 29,7%).

El canvi en la composició sectorial de l'ocupació ha contribuït a la millora de la productivitat?

La resposta és que no de forma prou generalitzada. De fet, el canvi en la composició sectorial de l'ocupació ha restat 1,2 p. p. al creixement de la productivitat durant aquest període. En altres paraules, estimem que la productivitat de l'economia espanyola hauria estat l'1,2% més alta el 2019 si s'hagués mantingut l'especialització productiva del 2010.

Aquest resultat s'explica, fonamentalment, per la caiguda de la proporció de l'ocupació a la indústria manufacturera,[4] un sector en què la productivitat per treballador és el 39% superior a la del conjunt de l'economia. Entre els sectors amb productivitats relativament altes (superiors a la mitjana), també han perdut pes en termes d'ocupació la indústria extractiva i el subministrament d'energia. En contrast, sectors amb un nivell de productivitat relativament més baix, com l'hoteleria o les activitats administratives, han guanyat pes en el total d'ocupació.[5] Així, malgrat que els guanys de productivitat a l'hoteleria i en les activitats administratives en aquest període no són gens menyspreables (del 14,6% i del 12,7%, respectivament, superiors a la mitjana del 9,3%), el fet que hagin guanyat tant de pes en l'ocupació uns sectors de baixa productivitat limita els guanys de productivitat en agregat.

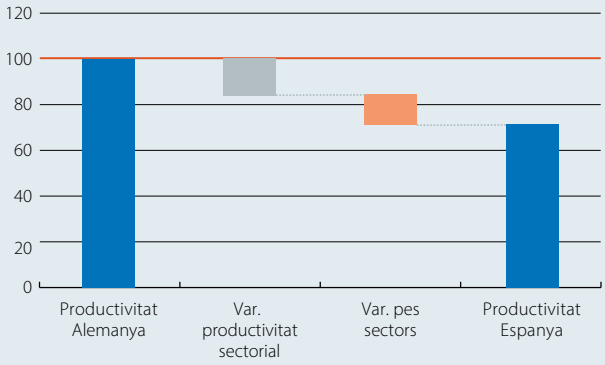
La comparativa amb Alemanya no és favorable

Com hem vist, entre el 2010 i el 2019, la productivitat aparent del treball a Espanya va augmentar el 9,3%. Aquest increment, però, és molt inferior al 16,7% registrat a Alemanya en el mateix període. En conseqüència, el diferencial de productivitat d'Espanya en relació amb Alemanya s'ha deteriorat en aquest període: si, el 2010, la productivitat a Espanya era el 23,4% inferior a l'alemanya, el 2019, aquest diferencial va assolir el 28,2%.

De nou, si descomponem el diferencial de la productivitat entre Espanya i Alemanya el 2019 entre (i) la diferència de la productivitat dins cada sector (marge intensiu) i (ii) la diferència en el pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu), observem que una gran part de la diferència s'explica per la menor productivitat de la majoria dels sectors d'activitat espanyols (les úniques excepcions són l'hoteleria, el transport i la logística, i el subministrament d'energia, sectors en què la productivitat laboral a Espanya és superior a l'alemanya). Així i tot, el pes relatiu dels diferents sectors d'activitat també juga un paper rellevant (expliquen el 36% del diferencial de productivitat entre els dos països).

4. L'ocupació a la indústria manufacturera ha passat de representar el 16,9% del total el 2010 al 15,9% el 2019 (–1 p. p.).
5. A l'hoteleria, el pes de l'ocupació s'ha incrementat del 10,3% del 2010 al 12,4% del 2019 (+2,1 p. p.) i, en les activitats administratives, ha passat del 10,2% al 12,0% (+1,8 p. p.).

Espanya i Alemanya: descomposició del diferencial de productivitat el 2019
(Euros per treballador, Alemanya = 100)



Nota: *El diferencial de la productivitat entre Espanya i Alemanya es descompon entre (1) la diferència de productivitat de cada sector (marge intensiu) i (2) la diferència del pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

En gran part, el diferencial és degut al major pes de la indústria manufacturera a Alemanya (el 26,1% de l'ocupació i el 34,5% del VAB) en comparació amb la indústria manufacturera espanyola (el 15,9% de l'ocupació i el 22,2% del VAB) el 2019. En canvi, a Espanya, tant l'hoteleria com el comerç tenen molt més pes que a Alemanya. En particular, estimem que la productivitat de l'economia espanyola seria el 15,9% més alta si tingués l'especialització productiva d'Alemanya. Dit d'una altra manera, el diferencial de productivitat es reduiria del 28,2% al 16,8% (la productivitat espanyola seria el 83,2% de l'alemanya).

La dimensió empresarial també importa

Un altre aspecte important de la composició sectorial espanyola que contribueix a una menor productivitat és la distribució de la dimensió de les empreses. Succeeix a tots els països que les empreses més grans tendeixen a ser més productives que les que tenen menys treballadors. Aquesta distinció adquireix una rellevància especial en comparar Espanya amb Alemanya: les microempreses espanyoles (de 0 a 9 treballadors) són les principals ocupadores dels sectors de mercat (el 35,5% de l'ocupació el 2019, en relació amb el 18,6% a Alemanya). En contraposició, el pes de l'ocupació a les grans empreses alemanyes (de més de 250 treballadors) assoleix el 42%, en relació amb el 32% a Espanya.

Si, a més de la composició sectorial, tenim en compte la diferent dimensió de les empreses, estimem que la productivitat de l'economia espanyola seria el 28,6% més alta si tingués l'especialització per sectors d'activitat i la dimensió empresarial d'Alemanya. D'aquesta manera, el diferencial de productivitat es reduiria al 7,7%, que cal comparar amb un *gap* observat del 28,2%.

Judit Montoriol Garriga i Erik Solé Vives

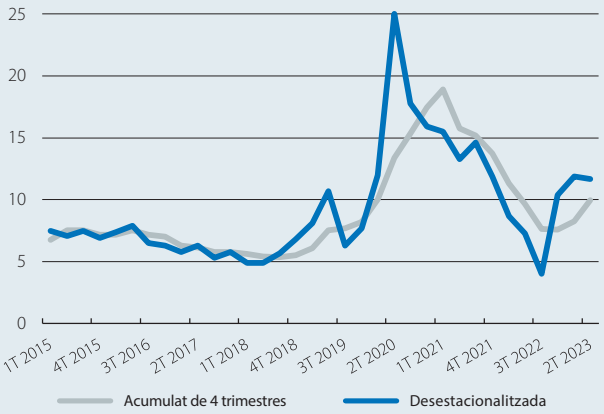
Millora la situació financera de les famílies espanyoles gràcies a la creació d'ocupació i a la reducció del deute

Repunta la taxa d'estalvi

En el 2T 2023, ha repuntat amb força la taxa d'estalvi i s'ha intensificat el canvi de tendència de les llars espanyoles iniciat en el trimestre precedent. En concret, després d'assolir un pic del 19,4% en el 1T 2021,[1] per la caiguda del consum durant la pandèmia, vam assistir a una caiguda sostinguda de la taxa d'estalvi fins al 7,9% al final del 2022. Aquesta trajectòria descendent de l'estalvi es va truncar en el 1T 2023 (taxa d'estalvi del 8,5%), i el repunt s'ha intensificat en el 2T, període en què la taxa d'estalvi en l'acumulat de l'últim any s'ha enfilat fins al 10,2%, clarament per damunt de la mitjana prepandèmia (el 7,2% en la mitjana del 2015-2019).

Igualment, en termes desestacionalitzats, la taxa d'estalvi es troba en nivells elevats (l'11,7% en el 2T 2023 trimestre estanc, després de marcar un mínim del 4,0% en el 3T 2022).

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



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

La renda disponible creix molt per damunt de la despesa de les llars

El repunt de la taxa d'estalvi va ser impulsat pel fet que la renda bruta disponible del conjunt de les llars va créixer un espectacular 12,2% interanual en el 2T 2023 (dada estanca), la taxa més elevada de tota la sèrie històrica. Els principals factors que expliquen aquest creixement van ser: l'augment de la massa salarial (el +8,7% interanual), reflex de l'augment de l'ocupació (creixement del +3,1% interanual d'assalariats) i d'un major dinamisme salarial (creixement del +5,2% en la remuneració per treballador), i l'avanç de les prestacions socials (el +9,7% interanual, impulsades per la revaloració de les pensions), dels ingressos dels autònoms i de les rendes de la propietat, gràcies a l'augment del pagament de dividends i d'altres rendes d'inversió. Tot plegat ha compensat amb escreix l'increment dels pagaments nets per interessos, que han ascendit a 3.300 milions d'euros (augment de 1.000 milions en relació amb la dada estanca del 2T 2022).

Aquest avanç de la renda bruta disponible amplia el marge de creixement del consum en els propers trimestres. I un increment del consum es traduiria en un major creixement del PIB. En aquest sentit, el següent càlcul pot ser il·lustratiu: si, l'any vinent, la taxa d'estalvi es reduís 1 punt més de l'esperat, l'impacte sobre el creixement del PIB se situaria al voltant de +0,4 p. p.[2] Atesa la renda disponible per llar, el ritme d'avanç es queda en el 5,8%, un ritme molt notable però més moderat, ja que s'ha produït un augment destacat de les llars. Així, en l'últim any, s'han creat, en termes nets, 275.000 llars (el +1,4% interanual), en bona part pels fluxos migratoris.

1. Estalvi en percentatge de la renda disponible en l'acumulat de quatre trimestres.

Espanya: comptes no financers de les llars

	2T 2022 (M€)	2T 2023 (M€)	Variació (%)
Remuneració total assalariats (+)	161.966	176.054	8,7
Ingressos autònoms (+)	55.256	60.142	8,8
Rendes netes propietat (+)	8.435	12.101	43,5
*Pagament net d'interessos * (–)*	–2.313	–3.312	43,2
Altres (dividends, altres rendes d'inversió...) (+)	10.748	15.413	43,4
Impostos renda (–)	–25.752	–28.042	8,9
Cotitzacions socials netes (–)	–48.461	–53.060	9,5
Prestacions socials (+)	68.184	74.792	9,7
Altres (+)	4.225	9.203	117,8
RBD final (Comptabilitat Nacional)	223.853	251190	12,2

Nota: ** Abans de l'assignació del SIFMI (serveis d'intermediació financera).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Després de la revisió a l'alça de la sèrie històrica de la renda bruta disponible i de les bones dades del 2023, la renda disponible real per llar ja va recuperar en el 1T el nivell prepandèmia. I la renda disponible total en termes reals se situava ja, al final del 2T, el 3,5% per damunt del nivell prepandèmia.

En canvi, la despesa en consum de les llars ha anat perdent força al compàs de la moderació de la inflació, junta-

2. Per entendre aquest càlcul, cal tenir en compte que la taxa d'estalvi captura el nivell d'estalvi en relació amb la renda bruta disponible i que la magnitud de la renda bruta disponible és del 60% del PIB nominal. Per tant, una reducció d'1 punt de la taxa d'estalvi comportaria, en principi, un augment del creixement del PIB que se situaria al voltant de 0,6 punts mitjançant l'augment del consum. Tenint en compte que la part del consum que es realitza a través de les importacions és del 30%, arribem a un impacte sobre el creixement del PIB de 0,4 p. p.

ment amb l'alça dels tipus d'interès. Cal destacar, en aquest sentit, la bretxa oberta en el 2T entre el creixement de la massa salarial i el de la despesa de les famílies. Si, en el 1T, les dues creixien de forma relativament semblant (el 8,6% i el 7,3% interanual, respectivament), en aquest 2T, la remuneració total dels treballadors ha crescut clarament per damunt (el 8,7% interanual) de la despesa de les famílies (el 5,2% interanual).

En el conjunt del 2023, després d'aquestes últimes dades tan positives, preveiem que el creixement de la renda bruta disponible superarà amb escreix el 6,0%, la qual cosa hauria de permetre que, en agregat, el consum de les llars en termes reals pugui tancar l'any en un nivell clarament per damunt del del 2022, malgrat l'augment dels tipus d'interès i la inflació encara elevada.

La destinació de l'estalvi i la millora de la posició financera neta de les famílies

L'adquisició neta d'actius financers per part de les llars en el 2T 2023 va ascendir a 41.000 milions d'euros, xifra molt similar a la del 2T 2022 i per damunt dels 32.600 milions de la mitjana dels 2T entre el 2015 i el 2019. Les llars van augmentar els dipòsits bancaris i l'efectiu (+7.000 milions d'euros *vs*. 21.000 en el 2T 2022) i van invertir en valors representatius de deute i en participacions en capital i en fons d'inversió (6.700 milions i 4.000 milions, respectivament, molt per damunt del 2T 2022). L'adquisició d'actius va anar acompanyada de la seva intensa revaloració (29.000 milions d'euros), principalment per la millora de les cotitzacions de les participacions en capital i dels fons d'inversió (27.000 milions de revaloració), de manera que l'estoc d'actius financers bruts de les llars va créixer en 70.000 milions d'euros, fins a un total de 2,81 bilions.

Per la seva banda, el deute de les llars va registrar un augment de 7.386 milions (un augment que s'explica, fonamentalment, per temes estacionals), però es va situar en el 49,9% del PIB, –0,5 p. p. en relació amb el 1T 2023, fins a situar-se prop del nivell de mitjan 2002. La ràtio d'endeutament de les llars espanyoles se situa així 5,5 p. p. per sota de la dada de la mitjana de la zona de l'euro.

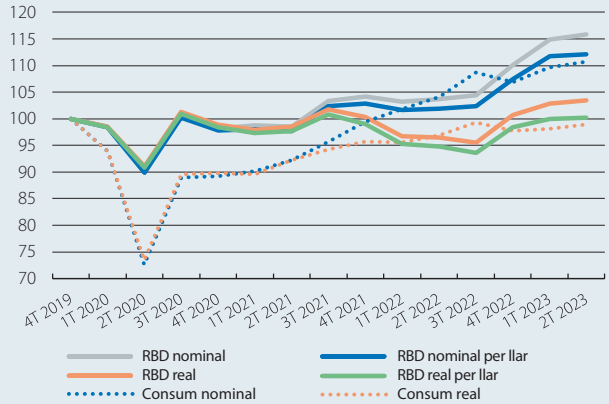
Arran del resultat d'un augment dels actius financers superior a l'increment dels passius financers, s'ha produït un creixement de la riquesa financera neta de les famílies, de 61.000 milions en relació amb el trimestre anterior, fins a superar lleugerament els 2,05 bilions d'euros (el 145,4% del PIB).

En suma, l'enfortiment de la situació financera de les famílies ha superat les expectatives i és una bona notícia per a l'economia espanyola de cara als propers trimestres en un context exigent.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

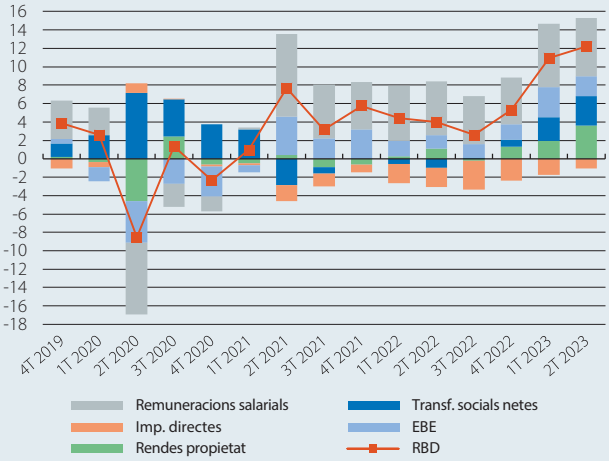
Índex (100 = 4T 2019)



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

Espanya: renda disponible famílies

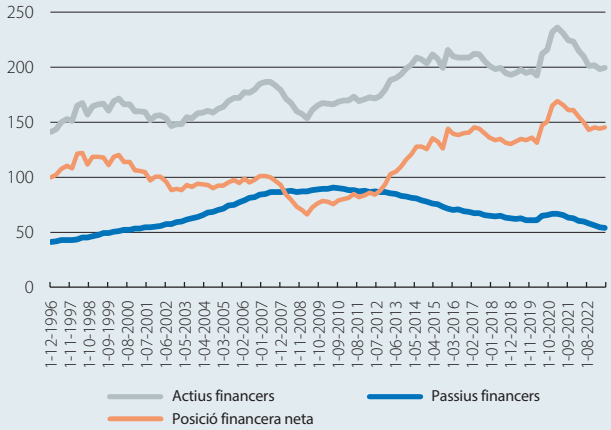
Variació anual (%) i contribucions



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

Espanya: balanç financer de les llars

(% de PIB)



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

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	08/23	09/23	10/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,9	0,8	1,3	–1,9	–	–3,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	–5,3	–4,4	–5,3	–8,3	–6,5	–8,8	–8,6
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	46,5	47,7	45,1
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	2,6	–1,8	1,7	–	5,5	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	–	–2,9	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	25,9	21,8	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	49,3	50,5	...
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	1,9	6,7	6,1	7,0	7,1	6,5	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	7,8	2,3	18,1
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–27,9	–22,7	–19,2	–15,8	–15,2	–20,3	–19,7
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	1,4	1,8	2,9	3,5	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	12,9	13,3	11,6	11,8	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,8	2,7	2,6
PIB	**6,4**	**5,8**	**3,8**	**4,1**	**2,0**	**1,8**	–	–	–

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

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	08/23	09/23	10/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	–	7,3	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	–	2,9	...	...
Saldo corrent	**9,3**	**8,2**	**8,2**	**22,1**	**28,8**	**–**	**34,4**	**...**	**...**
Béns i serveis	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	–	50,7	...	...
Rendes primàries i secundàries	–2,5	–8,1	–8,1	–9,5	–14,5	–	–16,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**20,1**	**20,7**	**20,7**	**36,3**	**42,7**	**–**	**48,0**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	...	–0,6	...	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	5,0	0,3	–4,0	–6,9	–7,2	–6,8	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–7,3	7,7	40,1	68,8	69,9	73,2	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	–3,2	7,4	6,8	11,3	6,9	14,6	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**...**	**–0,1**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,5	–0,9	–2,2	–3,3	–3,5	–3,4	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	0,9	–1,0	–2,7	–4,5	–5,0	–4,7	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	0,2	–1,2	–2,4	–3,4	–3,4	–3,4	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,1	–0,1	–0,4	0,1	0,2	0,0	...
Administracions públiques	15,3	0,2	–1,1	–0,2	–3,3	–4,6	–4,5	–4,1	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,6**	**–3,4**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**...**	**3,6**	**...**	**...**

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

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

L'economia portuguesa es contreu en el 3T

El PIB sorprèn negativament en el 3T amb una caiguda del 0,2% intertrimestral. En tractar-se d'una dada avançada, els detalls per components encara no són coneguts, però l'INE apunta com a principal factor l'afebliment de l'activitat dels socis comercials, la qual cosa hauria llastat les exportacions, tant de béns com de serveis, inclòs el turisme. Però també hi deu haver incidit la paralització de la producció i de les exportacions a la fàbrica d'Auto-Europa durant dues setmanes del trimestre. Per al 4T, la informació disponible encara és molt limitada: pel costat positiu, destaca l'indicador diari d'activitat del Banc de Portugal, que va registrar un creixement interanual mitjà a l'octubre del 3,9%, en relació amb el 2,7% del 3T. En canvi, els indicadors de sentiment de l'octubre mostren un deteriorament de la confiança dels agents econòmics. Les dades conegudes fins al moment suggereixen una moderació en el ritme d'expansió de l'activitat i plantegen importants riscos per al nostre escenari (creixement del PIB del 2,4% el 2023 i de l'1,8% el 2024).

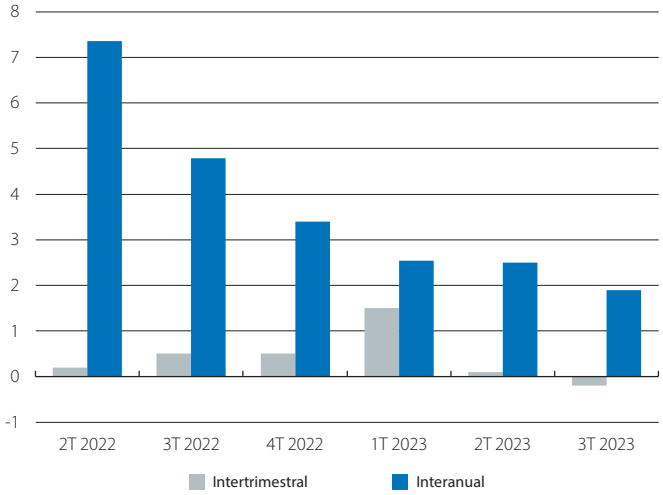
La desinflació, en marxa. Segons l'estimació de l'INE, l'IPC general va sorprendre amb una forta caiguda a l'octubre, en situar-se en el 2,1%, 1,5 p. p. per sota de la dada del setembre i el primer registre per sota del 3% des del desembre del 2021. La taxa subjacent també va seguir la tendència de moderació fins al 3,5% (el 4,1% al setembre). En tot cas, aquesta bona dada va ser impulsada pels efectes base, principalment en l'índex energètic, de manera que no descartem un repunt de la inflació al final de l'any. Per la seva banda, l'efecte de la política monetària comença a pesar més sobre la demanda, i és previsible una desaceleració del preu dels serveis després de la temporada d'estiu.

Revisió a l'alça de la previsió del preu de l'habitatge. Atesa la solidesa de l'índex de preus de l'habitatge en el 2T 2023, hem revisat a l'alça la nostra previsió per al conjunt del 2023 i esperem una pujada mitjana del 7,1% el 2023, en relació amb el 4,0% previst amb anterioritat. Malgrat la caiguda del nombre de transaccions (el –22,9% en relació amb el mateix trimestre del 2022), el mercat continua tenint el suport dels baixos nivells d'atur, d'una forta demanda dels no residents i de mesures pressupostàries que tenen com a objectiu donar cabuda als augments del crèdit. En qualsevol cas, l'efecte d'un ajust monetari prolongat i de les mesures governamentals encaminades a augmentar l'oferta d'habitatge hauria de contribuir a estabilitzar els preus a mitjà termini.

El balanç consolidat de les Administracions públiques fins al setembre anota un superàvit del 3,7% del PIB, una millora de 8 dècimes en relació amb el mateix període de l'any passat. Ha contribuït a aquesta evolució el notable augment dels ingressos corrents (el 8,5% *vs*. el 6,8% de les despeses), que reflecteix la solidesa del mercat laboral i el bon to del consum. La bona evolució dels comptes públics ens empeny a revisar les previsions de saldo pressupostari el 2023 fins a un superàvit del 0,7% del PIB, la qual cosa permetrà reduir la ràtio de deute públic fins al 103% del PIB.

Portugal: PIB

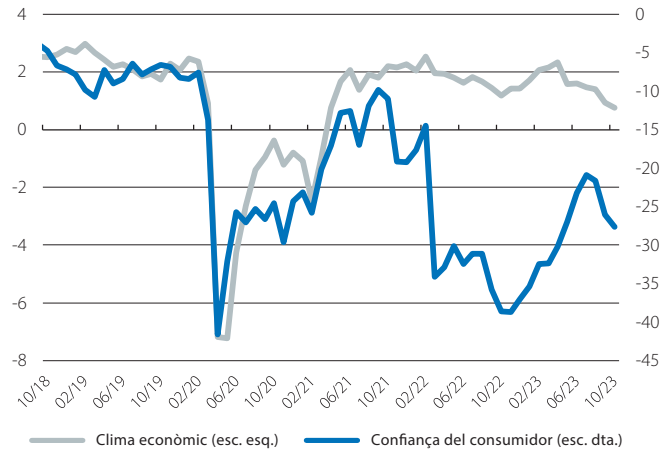
Variació (%)



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

Portugal: clima econòmic i confiança del consumidor

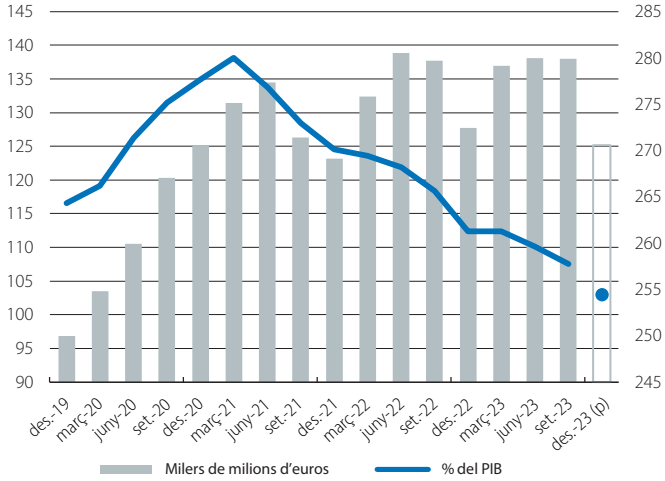
Variació interanual (%) *(p. p.)*



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

Portugal: deute públic

(% del PIB) *(Milers de milions d'euros)*



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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Índex coincident d'activitat	3,5	5,7	4,2	4,0	4,2	4,2	4,2	4,0	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	–0,3	1,0	–5,0	–4,3	–4,7	–5,6	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–6,3	–5,0	–5,6	–9,4	–9,6	–9,7	–10,2
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	6,2	13,6	8,8	–3,0	...	...	...	...
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	8,1	8,8	7,8	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,8	30,5	24,8	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	6,3	2,8	–0,8
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,6	–0,4	1,2	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	3,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–37,0	–35,1	–29,4	–22,8	–21,9	–22,9	–25,1
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,4	1,2	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,2	6,5	...
PIB	**5,7**	**6,8**	**3,4**	**2,5**	**2,6**	**1,9**	**–**	**–**	**–**

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	08/23	09/23	10/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,7	3,6	2,1
Subjacent	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,5	4,1	3,5

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	08/23	09/23	10/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	...	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	...	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–2,8**	**–2,8**	**–1,2**	**1,5**	**...**	**...**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,7	–4,7	–2,8	–0,3	...	...	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	...	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–0,5**	**–0,5**	**1,5**	**4,5**	**...**	**...**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

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

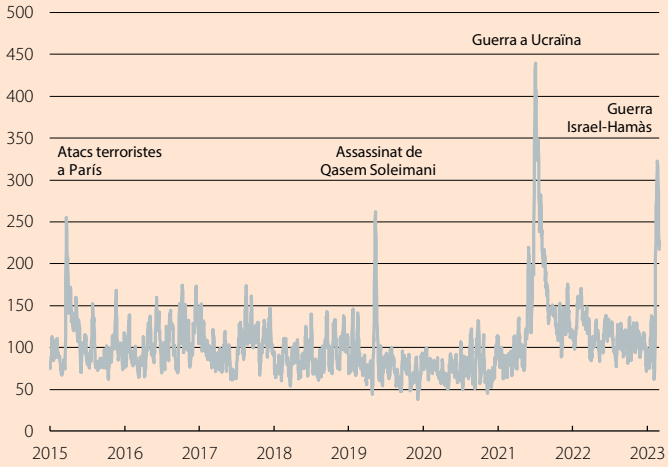
Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

A la recerca de l'estabilitat econòmica en un món inestable

Risc geopolític, fragmentació o desglobalització són algunes de les paraules més buscades a les xarxes socials en els últims mesos i reflecteixen l'entorn complex i inestable en què es mou l'economia internacional en els últims anys. Una conjuntura caracteritzada per l'acumulació de xocs de naturalesa molt diversa que distorsionen el funcionament de l'oferta i limiten l'efectivitat de les polítiques de demanda que intenten recuperar l'estabilitat econòmica perduda. Aquests xocs, que es retroalimenten i que, per tant, tenen un potencial desestabilitzador superior a la suma de les parts, conformen el que l'historiador Adam Tooze ha qualificat com una policrisi. I, malgrat que es pot datar l'inici d'aquest procés en la gran crisi financera del 2008,[1] els esdeveniments s'han precipitat des de la pandèmia, ja que, sense solució de continuïtat, el cicle econòmic ha hagut d'afrontar els colls d'ampolla en les cadenes de producció i els seus efectes sobre la inflació, la guerra d'Ucraïna i, recentment, el retorn de la inestabilitat a l'Orient Mitjà. Per tant, a mesura que la geopolítica guanya protagonisme, s'acumulen els senyals que evidencien que som en ple procés de canvi cap a una economia mundial més fragmentada (*decoupling*), amb la irrupció de conceptes com *de-risking* o com autonomia estratègica. Tot plegat implica el retorn de la política industrial, la recerca de cadenes de valor menys fràgils o l'augment de la cooperació amb els aliats comercials[2] mentre augmenten les limitacions a les transferències de tecnologia a països considerats com a rivals.

Risc geopolític

Índex (100 = mitjana a llarg termini)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm i Bloomberg.*

En aquest context de canvi, el cicle de negocis ha continuat mostrant resiliència per afrontar els efectes acumulats tant de les pertorbacions que s'han anat succeint en els últims anys com de la incertesa vinculada a un escenari tan convuls com l'actual. D'aquesta manera, preveiem que l'economia mundial tancarà el 2023 amb un creixement del 2,8% (0,6 p. p. menys que el 2022), però amb l'afebliment concentrat als països desenvolupats (l'1,4%, en relació amb el 2,7% del 2022), en especial en aquells, com Alemanya (el –0,4%), amb una major dependència del sector industrial, perquè els països emergents mantenen la velocitat de creuer de l'any passat (el 4%). Per tant, s'ha evitat la recessió que es temia després de l'escalada dels preus de l'energia a l'estiu del 2022, però els ritmes d'avanç de l'activitat continuen sent mediocres i desiguals. I el més preocupant és que les perspectives a mitjà termini són pobres, perquè la previsió de l'FMI per al final de la dècada (creixement de l'economia global del 3,1% el 2028) anticipa un estancament del creixement potencial. Per posar-ho en context, això representa 0,5 punts menys que l'estimació a mitjà termini que s'anticipava abans de la pandèmia i gairebé 2 punts per sota del creixement previ a la gran crisi financera del 2008.

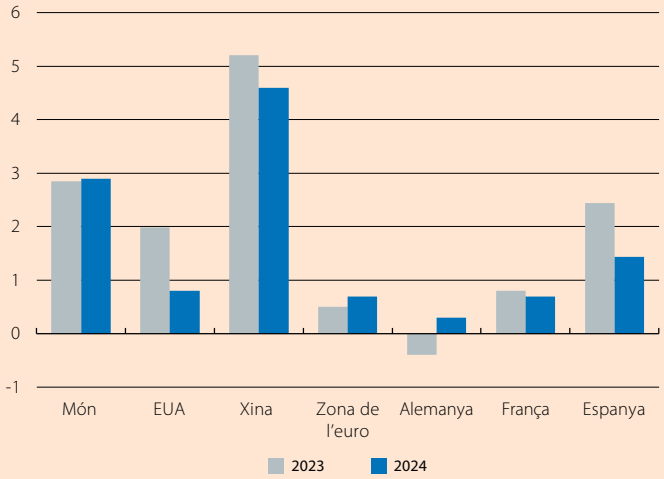
De cara al 2024, una economia ranquejant implica una fragilitat elevada davant l'impacte de nous xocs, ja que, d'una banda, aniran desapareixent els vents a favor que han permès superar els obstacles en el passat recent (estalvi acumulat, política fiscal expansiva, etc.) i, de l'altra, els efectes restrictius sobre la demanda de l'enduriment monetari es desplegaran amb la màxima intensitat en els propers mesos. L'esperança és que la desacceleració econòmica permeti consolidar el descens de la inflació, la qual cosa obriria la porta a un canvi de tendència en la política monetària l'any vinent i seria un bon suport per als mercats de bons i d'accions, la qual cosa, al seu torn, reduiria els riscos sobre l'estabilitat financera (només en deute corporatiu vencen 5,5 bilions de dòlars el 2024). Però la continuïtat del procés desinflacionista també estarà subjecta a una incertesa elevada, perquè, en els propers mesos, l'evolució dependrà de factors que escapen al control dels bancs centrals, com l'energia o el to de la política fiscal. I tot això quan queda la part més àrdua de la feina, que és rebaixar la inflació del 4% al 2%.

1. Moment en què els intercanvis comercials mundials (exportacions més importacions) van assolir un màxim en termes de PIB.
2. En el cas dels EUA, el discurs de Jake Sullivan (conseller de Seguretat Nacional) a la Brookings Institution el 27 d'abril o l'Estratègia de Seguretat Nacional reflecteixen aquesta transformació en marxa.

Aquest escenari central d'aterratge suau permetria consolidar la recuperació de l'estabilitat macroeconòmica, en anar tancant la bretxa entre l'oferta i la demanda mundials, amb un cost assumible en termes de creixement de PIB i d'ocupació. El ritme d'avanç de l'activitat de l'economia mundial se situaria una mica per sota del 3% el 2024, però la major part de l'ajust l'assumirien els països desenvolupats (el +1,1% el 2024 *vs.* el +1,4 el 2023), ja que, a la feblesa que continuarà mostrant la zona de l'euro (el +0,7% el 2024), se sumarà el refredament que esperem per a l'economia nord-americana durant la primera part de l'any. No obstant això, la fortalesa que continuen mostrant el mercat de treball i el consum als EUA pot limitar la desacceleració de l'activitat i desactivar senyals recessius com la inversió del pendent de la corba de tipus d'interès. En canvi, a Europa, tant l'evolució de la confiança de les empreses i dels consumidors com la feblesa del sector industrial o l'enduriment de les condicions creditícies anticipen que el creixement es mantindrà pròxim a l'estancament, si més no fins a l'estiu del 2024. Per la seva banda, els països emergents fins i tot podrien créixer una mica més que enguany (el 4,2% *vs.* el 3,9%), gràcies al bon funcionament de l'Índia, de Turquia i dels països productors de petroli, en un entorn en què alguns bancs centrals, com els del Brasil, el Perú, Vietnam o Xile, ja estan abaixant els tipus d'interès. Tot i que la gran incògnita serà l'evolució de l'economia xinesa, tenint en compte que estem assistint a un alentiment «estructural» vinculat a un reequilibri del model de creixement que pot dur el creixement potencial a mitjà termini al 3%. Sembla que les autoritats xineses estan disposades a tolerar aquest menor creixement (esperem un creixement del 4,6% el 2024, en relació amb l'objectiu oficial del 5% fixat per al 2023), però el dubte és l'impacte del nou entorn geopolític sobre el model de creixement xinès, tenint en compte l'augment sense pausa de les restriccions d'exportacions al país asiàtic de béns amb un alt contingut tecnològic o l'inici de la reformulació de les cadenes de valor que ja es detecta en els fluxos comercials de països com Vietnam.

Global: PIB

Variació anual (%)



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

En definitiva, la feblesa i la fragilitat del cicle econòmic augmenten la sensibilitat dels escenaris econòmics a noves pertorbacions que puguin aparèixer per l'horitzó. Sobretot, perquè les capes de risc que amenacen l'escenari continuen sent desafiadores, ja que uns tipus d'interès en màxims de l'última dècada i els efectes que pot tenir l'augment de les tensions geopolítiques sobre unes expectatives afeblides i sobre uns preus energètics tensionats introdueixen una incertesa elevada en qualsevol exercici de previsió, en especial en any d'eleccions presidencials als EUA. Aquesta sensació d'equilibri inestable presidirà el comportament de l'economia al llarg del 2024, situació a la qual, pel que sembla, ens haurem d'acostumar i que demandarà als agents econòmics una flexibilitat notable a l'hora de prendre decisions. Són els temps que ens toca viure.

José Ramón Díez

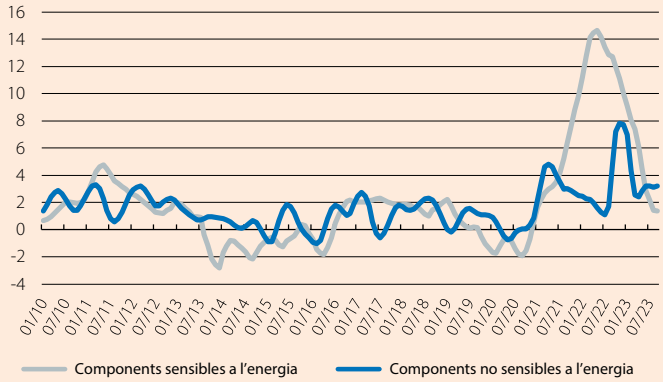
Perspectives per a la inflació i per a la política monetària el 2024

L'any 2023 acaba amb els tipus d'interès més alts dels 15 últims anys. Uns nivells que segueixen els màxims assolits per la inflació el 2022 i que van forçar els bancs centrals a endurir la política monetària, a refredar l'activitat econòmica i a garantir l'estabilitat de preus a mitjà termini. Tot i que encara queda lluny de l'objectiu del 2%, la inflació, tant a la zona de l'euro com als EUA, ha reculat de forma sostinguda al llarg del 2023, i un dels supòsits clau en les nostres perspectives per al 2024 és que ho continuarà fent l'any vinent i facilitarà les primeres retallades de tipus d'interès per part de la Fed i del BCE. Però fins a quin punt és robust aquest supòsit desinflacionista? Quanta pressa tenen els bancs centrals per abaixar tipus?

Per respondre aquestes preguntes, partim d'un diagnòstic de la inflació en tres fases, començant pels impactes inicials sobre els preus (com els colls d'ampolla associats a la pandèmia o la crisi energètica per la guerra d'Ucraïna), 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 empesos pels costos de producció i per l'ajust dels preus relatius), i acabant amb els efectes de segona ronda, és a dir, la retroalimentació entre preus, marges empresarials i salaris, que tendeix a donar inèrcia a la inflació. Al llarg d'aquest diagnòstic, el nostre indicador de referència serà el *momentum*, una mètrica que captura millor que les referències interanuals l'estat actual de la inflació.[1]

Zona de l'euro:* momentum *de l'IPCH segons la sensibilitat a l'energia

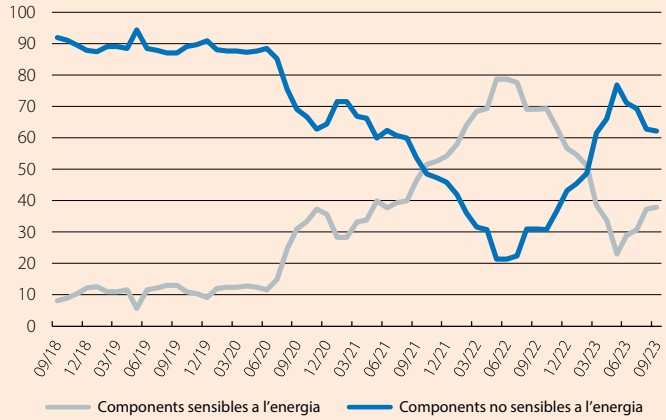
(%)



Notes: *El* momentum *es defineix com la variació anualitzada de l'índex de preus mitjans de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors (amb dades desestacionalitzades). El gràfic presenta una versió suavitzada. Identifiquem la sensibilitat energètica de cada subcomponent de l'IPCH general a partir de la seva associació estadística amb l'IPCH energètic (detalls a la nota al peu 2).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: pes a la cistella de l'IPCH general segons la sensibilitat a l'energia

(%)



Nota: *Identifiquem la sensibilitat energètica de cada subcomponent de l'IPCH general a partir de la seva associació estadística amb l'IPCH energètic (detalls a la nota al peu 2).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

A la zona de l'euro, el principal detonant de la inflació va ser el tensionament dels preus energètics per la guerra d'Ucraïna. Per avaluar fins a quin punt l'encariment de l'energia s'ha filtrat a la resta de preus i/o continua condicionant la inflació en el seu conjunt, hem analitzat quins components de l'IPC es mostren sensibles a l'energia i quines dinàmiques de preus segueixen.[2] Com ho mostren els dos primers gràfics, la crisi energètica va contagiar una bona part de la cistella de preus, fins al punt que els components «sensibles a l'energia» van arribar a representar gairebé el 80% de l'IPC i van ser els grans responsables del repunt inflacionista. No obstant això, a la tardor del 2023, la situació s'havia normalitzat, amb un petit però: mentre que, abans de la pandèmia, el *momentum* dels components no sensibles a l'energia fluctuava prop del 2%, un cop passat el xoc energètic, el *momentum* d'aquests components es troba un graó per damunt, més a la vora del 3% que del 2% al qual aspira el BCE.[3]

Aquest primer exercici assenyala que l'impacte directe i indirecte del xoc energètic és a la vora d'esvair-se, però també

1. El *momentum* és la variació de l'IPC mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors (anualitzada i desestacionalitzada) i té un bon equilibri entre ser una mètrica de baixa volatilitat (com les variacions interanuals) i oferir informació a temps real (com les intermensuals).
2. Amb el desglossament de la cistella de l'IPCH en 94 subcomponents, estimem la relació del *momentum* de cada subcomponent ($\pi_t^{i,m}$) amb el *momentum* de l'energia ($\pi_{t-k}^{ener,m}$):

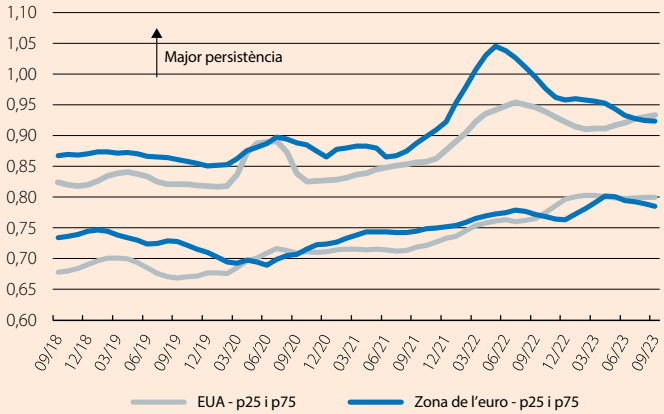
$$\pi_t^{i,m} = a + \beta\pi_{t-k}^{ener,m} + \varepsilon_t$$

Analitzem quatre casos (de $k = 0$ fins a $k = 3$) en finestres mòbils de 24 mesos. Classifiquem com «sensible a l'energia» aquells components amb una β positiva i estadísticament significativa en, com a mínim, un dels retards del *momentum* energètic.
3. El mateix exercici per als EUA mostra que la importància dels components sensibles i no sensibles a l'energia és molt més estable en el temps, i, de fet, les seves inflacions segueixen dinàmiques semblants. Això reflecteix la naturalesa diferent del repunt inflacionista als EUA, més afectat per desequilibris d'oferta i de demanda domèstics que per la crisi energètica.

suggereix un punt de cautela davant el risc que alguns preus hagin adquirit una major inèrcia. Per analitzar aquest risc, examinem el grau de persistència de la inflació en un segon exercici.[4] Com ho mostra el tercer gràfic, aquest examen revela que el component inercial de la inflació ha augmentat de manera generalitzada en els dos últims anys. Així i tot, aquest increment és relativament moderat, i hi ha un descens del *momentum* compartit entre els components, independentment del seu grau de persistència. De fet, als EUA, on, per la naturalesa de la inflació, aquesta persistència podria ser més preocupant, els components més inercials recentment exhibeixen un menor *momentum* que la resta i, un cop exclosos els lloguers (*shelter*, partida amb un pes elevat però amb dinàmiques idiosincràtiques),[5] expliquen una porció petita de la inflació agregada.

Persistència de la inflació

Índex

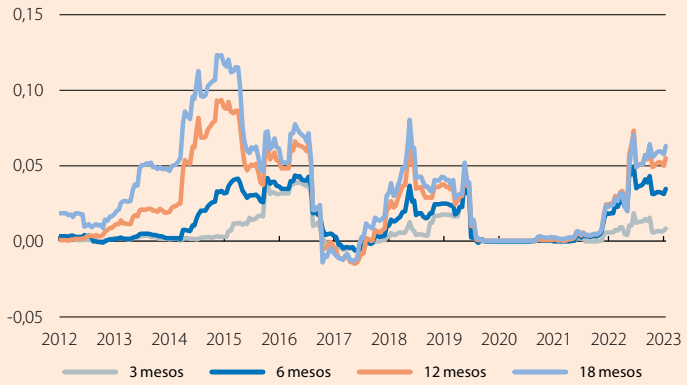


Notes: *Estimem un AR(1) per al* momentum *de cada subcomponent de l'IPC general amb finestres temporals de 24 mesos i obtenim la distribució de coeficients autoregressius de tots els subcomponents. El gràfic mostra l'evolució al llarg del temps dels coeficients corresponents al percentil 25 i 75 d'aquestes distribucions (sèries temporals suavitzades).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.*

Així, doncs, en trobar-nos en aquesta tercera i última fase de la crisi inflacionista, els bancs centrals pensen que ja no ha de ser necessari apujar més els tipus d'interès. Segons han comentat els membres del BCE i de la Fed en les últimes aparicions, mantenir els tipus d'interès elevats durant un període llarg de temps podria ser suficient per acabar de recórrer aquesta última milla que queda per a l'objectiu del 2%, una estratègia que ha estat batejada com *high for longer*. En aquest sentit, un exercici que pot il·lustrar com els mercats financers estan interioritzant aquesta estratègia és la major sensibilitat a sorpreses econòmiques que els venciments més llargs de les diferents corbes de tipus d'interès estan mostrant en relació amb els trams més curts.[6]

*Sensibilitat de les expectatives sobre la Fed a sorpreses econòmiques **

Coeficient



Nota: ** Mostrem l'evolució del coeficient β de la regressió esmentada a la nota al peu 6 per a cada venciment (3, 6, 12 i 18 mesos) per a la* rolling window *de 20 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Així, com es pot veure a l'últim gràfic, la sensibilitat dels futurs sobre el tipus d'interès de la Reserva Federal a sorpreses en la publicació de les dades econòmiques és major per als venciments més llargs (a 18 mesos vista) que per als més curts. Aquesta dinàmica es manté des del 2012 fins a l'actualitat, és a dir, una mateixa sorpresa econòmica provoca un major repunt en els venciments llargs que en els curts, ja que, amb un horitzó de temps més llunyà, hi ha més reunions de marge perquè la Fed apugi els tipus d'interès. No obstant això, el que podem veure en aquests últims mesos és com la sensibilitat dels futurs a 18 mesos continua augmentant de forma moderada, mentre que la dels futurs a 3 i a 6 mesos està reculant, la qual cosa suggereix que els mercats ja no estan tan centrats en fins a quin punt la Fed apujarà els tipus d'interès, sinó per quant de temps els mantindrà elevats.

Així i tot, creiem que és probable que, el 2024, assistim a les primeres retallades en els tipus d'interès, però pensem que, en absència d'una desacceleració brusca de l'activitat econòmica, seran moderades i que, sobretot, no seran de prou magnitud com per poder dir que s'abandona la política monetària restrictiva.

4. Amb desglossaments de la cistella de l'IPC (als EUA, 82 subcomponents i, a la zona de l'euro, 94 components), estimem el comportament autoregressiu del *momentum* de cada subcomponent en finestres mòbils de 24 mesos:

$$\pi_t^{i,m} = c + \rho \pi_{t-1}^{i,m} + \varepsilon_t$$

A cada finestra, ordenem les ρ estimades de menor a major i classifiquem els subcomponents en tres categories de persistència: baixa (ρ entre el 25% de valors més petits), mitjana (entre el 25% i el 75%) i alta (ρ entre el 25% de valors més grans).

5. Vegeu el Focus «La importància dels lloguers en la inflació dels EUA», a l'IM09/2023.

6. Estimem la següent regressió amb una finestra mòbil de 20 observacions,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + cpi_t + \varepsilon_t$$

Δi denota la variació diària dels futurs sobre el tipus d'interès de la Fed a n mesos vista (3, 6, 12 i 18); s la diferència entre la dada publicada i l'esperada pel consens de Bloomberg per a l'IPC i la creació d'ocupació dels EUA; cpi una variable que pren valor 1 si la data correspon a la publicació de la inflació i 0 si correspon a la de l'ocupació, i ε_t és un terme d'error. Al quart gràfic mostrem l'evolució dels quatre coeficients β^n.

Un nou marc fiscal europeu per al 2024... serà possible?

El repunt de les rendibilitats del deute a escala global ha tornat a posar la situació fiscal sota el focus. El cas d'Europa té un interès especial, ja que, el 2024, les regles fiscals es tornaran a activar, després d'haver estat sospeses des del 2019 per la pandèmia i per l'inici de la guerra a Ucraïna. Es pretenia aprofitar aquesta «aturada» per desenvolupar un nou marc fiscal, i, a l'abril del 2023, la Comissió Europea va presentar un esborrany de la seva proposta, que és la base per elaborar el document final que s'hauria d'aprovar abans del final d'enguany, per aplicar-lo el 2024. Per al BCE, conscient del repte que representa la situació actual (desacceleració econòmica i endeutament elevat), és també urgent que s'arribi a un acord a temps.

Què planteja el nou marc fiscal

La proposta de la Comissió Europea reforça el protagonisme dels governs nacionals, que hauran d'elaborar un pla fiscal quadriennal (extensible a set anys si es presenten plans de reforma i d'inversió que fomentin el creixement) per reduir els dèficits estructurals excessius i garantir la sostenibilitat del deute d'acord amb les anàlisis de la Comissió Europea. Aquesta senda d'ajust serà personalitzada per a cada país, negociada entre la Comissió i cada Estat membre i aprovada pel Consell.[1]

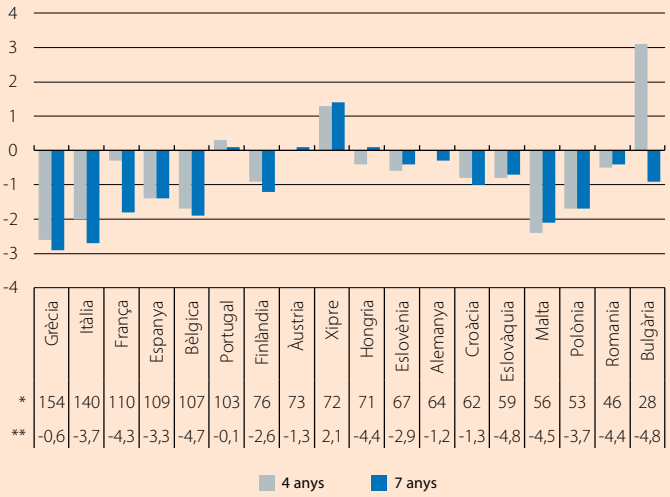
Aquests plans pluriennals estan subjectes a dues importants restriccions o salvaguardes. D'una banda, es mantenen com a objectius a mitjà termini les referències del 3,0% del PIB de dèficit públic i del 60% per al deute públic. De l'altra, la senda d'ajust incorpora una regla de despesa neta primària[2] com a variable de control i s'exigeix una reducció anual del dèficit de, com a mínim, el 0,5% del PIB. La Comissió Europea es limita a establir «un ajust fiscal mínim del 0,5% del PIB a l'any», però, des de diversos àmbits,[3] s'interpreta que, perquè aquesta mesura contribueixi a la consolidació fiscal, s'ha de referir al dèficit estructural. Per tant, les principals novetats serien que es flexibilitza la senda d'ajust fiscal, en adaptar-la a la realitat de cada país; s'aplica una regla de despesa primària com a variable de control (en lloc del dèficit estructural); se suprimeix la regla d'ajust del deute d'1/20 (cada any s'ha de reduir en l'equivalent a 1/20 de la diferència entre el seu valor en percentatge del PIB i l'objectiu del 60%), i s'introdueix una regla d'ajust basada en el dèficit.

El pla proposat és més o menys estricte que el vigent?

Bruegel[4] ha avaluat la proposta de la Comissió calculant les implicacions de l'ajust fiscal per a tots els països de la UE amb un deute superior al 60% o amb un dèficit superior al 3% del PIB. En les seves conclusions, reconeix que el marc proposat continua sent ambiciós, ja que, de mitjana, els Estats membres haurien de reduir el dèficit estructural al voltant del 2% del PIB entre el 2025 i el 2028 en els plans quadriennals (una mica menys si els plans són a set anys). A més a més, els dos marcs coincideixen en quins són els països que afronten l'ajust més agressiu i quins els que menys, però difereixen en la magnitud de l'ajust. De fet, gairebé per a la meitat dels casos en què el dèficit i el deute superen els llindars exigits, l'ajust del dèficit estructural sota el nou marc seria inferior, en gairebé l'1,0% del PIB de mitjana, al que estableix l'actual (tant en els plans a quatre com a set anys), la qual cosa beneficiaria, en especial, Grècia, Itàlia, Bèlgica i Espanya. Per la seva banda, a Àustria, a França, a Alemanya i a Portugal, la intensitat de l'ajust seria similar sota els dos marcs, en especial per als plans a quatre anys.

Diferència entre l'ajust requerit per al dèficit estructural en els plans pluriennals sota el nou marc vs. el marc actual

(p. p. de PIB)



Notes: ** Deute públic (% de PIB). ** Saldo fiscal (% de PIB). Les dues previsions per al 2024 de la Comissió Europea.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades publicades per Bruegel.*

1. A més a més, un cop finalitzat el període d'ajust, cada país ha de generar marge fiscal per afrontar els costos associats a l'envelliment de la població.
2. Fa referència a la despesa pública sense interessos, sense el component cíclic de la despesa en atur, sense mesures *one-off* i neta d'ingressos per noves mesures tributàries.
3. Per exemple, Bruegel.
4. Vegeu Darvas, Z., Welslau, L. i Zettelmeyer, J. (2023), «A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal», Bruegel, Document de Treball 16/2023.

Encara sense acord quan falten menys de dos mesos perquè acabi l'any

Per «desembullar» les negociacions, Alemanya i França han iniciat un diàleg bilateral per facilitar un acord abans que acabi l'any. Sembla que hi ha consens generalitzat a l'hora d'adoptar els plans de consolidació fiscal personalitzats. A partir d'aquí, el bloc francès demana més flexibilitat per no ofegar el creixement econòmic, mentre que el bloc alemany, que ja va aconseguir que la Comissió Europea inclogués en l'esborrany l'ajust mínim del dèficit del 0,5% del PIB anual a tots els Estats, vol també incloure en tots els casos en què el deute superi el 60% del PIB una retallada obligatòria anual per al deute de l'1,0% del PIB. Itàlia, per la seva banda, continua demanant una «regla d'or» per treure del còmput del dèficit les despeses estratègiques (que després cada país decidirà si corresponen a inversions verdes, digitals o de defensa). Mentrestant, la proposta d'Espanya incideix en el fet que el més important és comptar amb les salvaguardes adequades que garanteixin la reducció del deute i del dèficit i que no perjudiquin les inversions necessàries per impulsar el creixement.

Les autoritats polítiques assenyalen que ja hi ha acord per al 70% del pla, però encara queden per tancar els serrells més conflictius, i serà difícil que tot estigui aprovat abans que acabi l'any: caldrà l'aprovació per part de tots els parlaments nacionals, el suport d'una majoria qualificada al Consell Europeu i la tramitació final al Parlament Europeu. A més a més, amb les eleccions europees el 6 de juny del 2024 i amb tots els partits en campanya electoral, no es pot descartar que l'aprovació del nou marc fiscal s'ajorni fins a la segona meitat de l'any vinent. En conseqüència, tot fa pensar que el 2024 pot ser un any de transició pel que fa a la governança fiscal.

Pressupostos presentats

En aquest context, els pressupostos presentats per les principals economies mostren el seu compromís amb el retorn a l'ortodòxia fiscal, però confirmen les dificultats per complir les exigències, ja sigui sota el marc actual, ja sigui del que s'espera per al nou. Itàlia, per exemple, ha presentat un pla pressupostari menys ambiciós que el presentat a l'abril i ara anticipa que el dèficit fiscal, després de situar-se al voltant del 5,3% del PIB el 2023, assoliria el 4,3% el 2024 i no cauria al –3,0% fins al 2026. A més a més, la correcció del dèficit estructural seria força intensa el 2024 (–1,1 p. p. del PIB), però seria poc ambiciosa el 2025 i el 2026, la qual cosa explica la persistència en les dinàmiques de deute públic (el 139,6% del PIB el 2026 *vs*. el 140,2% el 2023).

Quelcom semblant succeeix amb França, que, després d'estimar un dèficit fiscal proper al 4,9% el 2023, ajorna fins al 2027 el compliment del –3,0% (de manera que se situaria entre els últims països a l'hora d'assolir-lo). Amb un dèficit estructural que amb prou feines es retallaria en 0,4 p. p. el 2024 (en els anys següents, l'ajust podria ser fins i tot inferior), això implicaria que el deute públic continuaria per damunt del 109% del PIB fins al 2026 i amb prou feines es reduiria des dels nivells actuals (el 109,7% el 2023). A l'extrem oposat tenim Alemanya, defensora de l'austeritat fiscal, que ja ha anunciat que tornarà a activar la regla constitucional del «fre del deute», que prohibeix endeutar-se a l'any per damunt del 0,35% del PIB, malgrat la frenada de la seva economia. En suma, els pressupostos s'han elaborat amb la intenció de retornar les mètriques fiscals a referències més sostenibles, però sense oblidar que Europa travessa una etapa delicada (no es pot, fins i tot, descartar una recessió breu i moderada), que condicionarà la velocitat i la intensitat del tan necessari ajust fiscal. Malgrat que, al final, en un context tan complex com l'actual, els mercats financers seran els que dictaran sentència sobre la idoneïtat de l'ajust en cada cas.

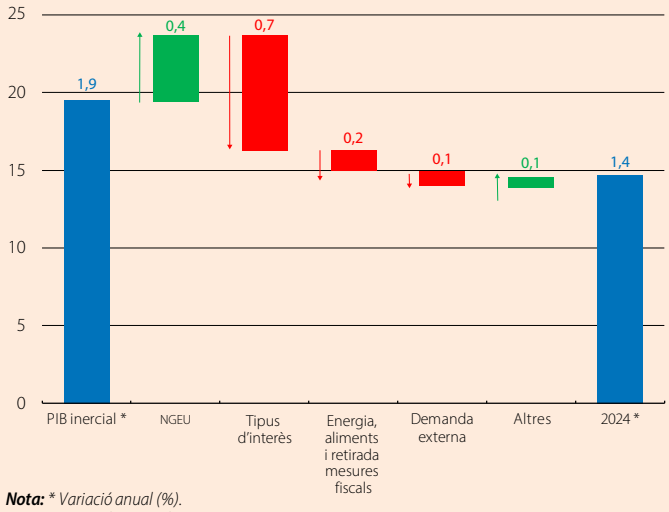
Rita Sánchez Soliva

Perspectives per a l'economia espanyola el 2024: un any carregat de desafiaments

Punt de partida

Les conseqüències de la guerra entre Rússia i Ucraïna han continuat dominant les dinàmiques de l'economia al llarg del 2023. La guerra va generar una crisi energètica que va desencadenar un fort repunt de la inflació, el qual va comportar que el BCE s'embarqués en un cicle agressiu de pujades de tipus d'interès. La crisi energètica va tenir el seu impacte màxim el 2022, però es va esvair amb rapidesa en el tram final del 2022 i en els primers compassos del 2023. A més de la recuperació del turisme, la ràpida moderació dels preus de l'energia va permetre una millora del consum i que l'economia espanyola creixés a ritmes notables durant la primera meitat del 2023. No obstant això, un cop esgotat el canal energètic, l'economia, durant la segona meitat del 2023, ha moderat el ritme de creixement, afectada, a més a més, per un conjunt de vents de cara. Entre aquests factors, destaquem la inflació, impulsada per l'augment dels preus dels aliments i pel repunt del preu del petroli que ha tingut lloc des del juliol del 2023, l'impacte dels tipus d'interès més elevats i la clara desacceleració del creixement a la zona de l'euro. D'aquesta manera, si el PIB va créixer una mitjana del 0,5% intertrimestral en la primera meitat del 2023, en el 3T, l'economia va passar a créixer un més modest 0,3% intertrimestral. Així i tot, preveiem que l'economia creixerà el 2,4% en el conjunt del 2023, amb un perfil que ha anat de més a menys.

Espanya: desglossament del creixement del PIB 2024
(p. p.)



Nota: ** Variació anual (%).*
Font: *CaixaBank Research.*

Perspectives per al 2024

Per al 2024 preveiem que l'economia moderarà el ritme de creixement fins a l'1,4%. Al primer gràfic mostrem el desglossament d'aquesta previsió segons els seus principals determinants.[1] Tal com es pot veure, en absència de pertorbacions externes, podríem haver esperat un ritme de creixement pròxim al 2,5%, gràcies, en part, al suport dels fons europeus.

No obstant això, preveiem que l'economia es veurà llastada per un conjunt de factors. En primer lloc, destaquem l'impacte de la pujada dels tipus d'interès. El BCE va començar a apujar tipus al juliol del 2022 i, de llavors ençà, ha apujat els tipus en 450 p. b. La nostra previsió és que, al setembre passat, el BCE va assolir el tipus pic (*depo* en el 4,0% i *refi* en el 4,5%) i que mantindrà els tipus en aquest nivell fins a la segona meitat del 2024, quan començaria a abaixar-los de manera gradual.[2] Segons aquestes previsions, l'euríbor a 12 mesos s'aproparia al 3,6% en la mitjana del 2024, després d'anotar una mitjana propera al 3,9% el 2023. Malgrat que els tipus puguin ser més baixos el 2024 que el 2023, cal recordar que l'impacte d'una pujada de tipus triga força a transmetre's a l'economia. Típicament, l'impacte màxim es produeix entre un i dos anys després de la pujada.[3] Aquests retards expliquen que, malgrat que preveiem tipus més baixos en la mitjana del 2024 que en la del 2023, l'impacte dels tipus d'interès sobre el creixement del PIB serà substancialment negatiu el 2024.[4]

En segon lloc, preveiem que la inflació continuarà llastant l'evolució de l'activitat, tot i que amb menys intensitat que en els dos últims anys. En positiu, preveiem que les dinàmiques subjacents de la inflació s'haurien de moderar al llarg del 2024. Aquesta moderació es produirà gràcies a l'esgotament progressiu de l'efecte contagi (l'impacte que la forta pujada dels preus de l'energia i dels aliments té sobre els preus d'altres productes de la cistella de l'IPC) i a l'absència d'efectes de segona ronda de gran importància. D'aquesta manera, preveiem que la inflació nucli (la que exclou l'energia i els aliments) passarà de créixer el 4,6% el 2023 al 3,0% el 2024. En contraposició, la retirada de les principals rebaixes fiscals per la guerra d'Ucraïna al

1. Partim del creixement del PIB inercial, que es calcula mitjançant una regressió de la variació anual del PIB en relació amb el seu primer retard i la bretxa de producció de l'any anterior. El retard captura la inèrcia habitual del PIB, mentre que la bretxa de producció captura l'impuls de l'economia en funció del punt cíclic en què es troba.
2. Per a més informació sobre la previsió dels tipus d'interès, vegeu el Focus «Nou escenari econòmic: perspectives per a les economies i per als mercats internacionals», a l'IM10/2023.
3. Vegeu BCE, «A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021», Butlletí Econòmic, 3/2023.
4. L'impacte dels tipus d'interès es calcula mitjançant el model semiestructural de CaixaBank Research per a Espanya. Introduïm en el model la diferència entre la previsió de tipus entre el 1T 2022 i el 4T 2024 que teníem al desembre del 2021 (prèvia a l'inici de la guerra entre Rússia i Ucraïna) i la previsió actual (juntament amb les dades realitzades) per obtenir l'impacte en cada any del cicle de pujades de tipus. S'avalua el cicle sencer entre el 2022 i el 2024 perquè el model capturi els retards típics de l'impacte de la pujada de tipus.

començament del 2024 afegiria prop d'1 p. p. a la inflació del 2024, principalment a través del component energètic i dels aliments.[5] En conjunt, preveiem que la inflació general mitjana es moderarà amb prou feines el 2024 en relació amb el 2023 (el 3,6%, en relació amb el 3,7%), de manera que continuarà fent una contribució negativa al creixement.[6]

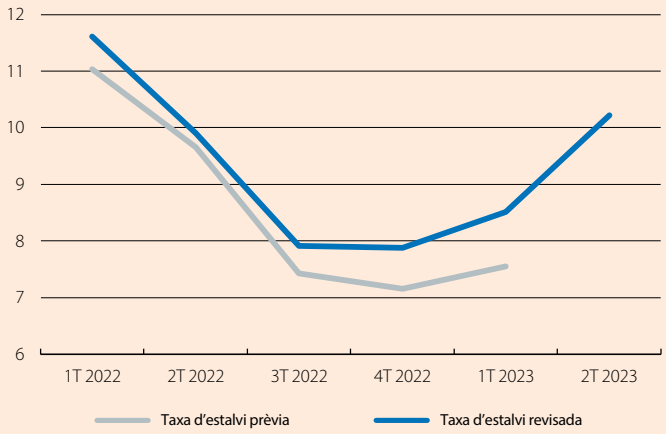
Finalment, el baix creixement econòmic previst per a la zona de l'euro (previsió de creixement per al 2024 del 0,7% segons CaixaBank Research, en relació amb l'1,4% de creixement potencial segons l'FMI) també tindrà un efecte advers sobre la nostra economia.[7]

Un escenari envoltat de riscos

Aquest escenari, però, podria canviar si es materialitzen alguns dels riscos que l'envolten. Destaquem la possibilitat que els conflictes geopolítics tensionin més els mercats de l'energia, de les primeres matèries i/o de les cadenes de subministrament globals. Així mateix, l'impacte del cicle de pujades de tipus d'interès podria ser major del previst i incidir no solament de manera directa sobre la nostra economia, sinó també a través d'un menor creixement de la zona de l'euro. Per il·lustrar-ho, la taula ofereix al lector un conjunt de sensibilitats del creixement del PIB davant canvis en algun dels supòsits claus subjacents del nostre escenari.[8]

Espanya: taxa d'estalvi

Renda bruta disponible (%)



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

No obstant això, no tot són riscos a la baixa. També n'hi ha a l'alça. Un d'ells és el comportament de la renda disponible de les llars.[9] En el primer semestre del 2023, la renda bruta disponible de les llars va créixer l'11,5% interanual, una xifra molt notable i clarament superior a la inflació mitjana d'aquest mateix període, propera al 4%. Aquest creixement va ser degut, en gran part, a l'augment del 8,5% interanual que va registrar la remuneració dels assalariats (el component amb més pes dins la renda disponible), un creixement que s'explica tant pel fort ritme de creixement de l'ocupació en el període, proper al 3% interanual, com per un major creixement dels salaris. La fortalesa que ha mostrat el mercat laboral ha permès compensar amb escreix l'augment del pagament net d'interessos derivat de l'augment de tipus. Així, en termes absoluts, l'augment de la remuneració dels assalariats entre el primer semestre del 2022 i el del 2023 ha representat gairebé 47.000 milions d'euros, una xifra molt superior als gairebé 2.400 milions d'euros més que ha comportat l'augment del pagament net d'interessos.[10]

Espanya: mitjana de l'any (2024)

	Impacte sobre el creixement del PIB en p. p.
Inflació (+1 p. p.)	–0,1
Preu del petroli (+20 dòlars)	–0,3
Euríbor a 12 mesos (+1 p. p.)	–0,1
Creixement PIB zona de l'euro (–1 p. p.)	–0,2
Taxa d'estalvi (–1 p. p.)	0,4

Font: *CaixaBank Research.*

Més enllà del bon comportament de les últimes dades de renda disponible, també destaca la revisió a l'alça de la sèrie històrica que va efectuar l'INE en la seva última publicació. El major dinamisme de la renda disponible s'ha reflectit en la taxa d'estalvi: segons les noves dades, la taxa d'estalvi de les llars en el 1T 2023 es va situar prop d'1 p. p. per damunt de la coneguda amb anterioritat (vegeu el segon gràfic).

La revisió a l'alça de la taxa d'estalvi en el 1T 2023, juntament amb l'elevat nivell d'estalvi del 2T 2023, podria comportar un major dinamisme del consum privat el 2024. Per il·lustrar-ho, si la taxa d'estalvi tanca el 2023 1 p. p. per damunt del que es preveu en el nostre escenari macroeconòmic actual (1 punt és precisament la magnitud de la revisió a l'alça que hem comentat més amunt), les llars disposarien d'un major matalàs d'estalvis de cara al 2024. Si l'utilitzessin plenament el 2024, estimem un impacte sobre el PIB proper a 0,4 p. p. (vegeu la taula de sensibilitats).

Oriol Carreras

5. Es tracta, principalment, de la retirada de la bonificació a l'IVA de l'electricitat, del gas i dels aliments, així com de la bonificació a l'impost especial de l'electricitat.
6. Per calcular l'impacte de la inflació dels elements no subjacents (energia i aliments no processats), introduïm en el model semiestructural xocs sobre els components no subjacents per modelitzar l'impacte directe i l'indirecte d'aquests xocs (aquest últim capturat per la inèrcia que presenta l'equació de preus en el model).
7. El xoc de demanda externa mesura la diferència entre el creixement del PIB previst per a la zona de l'euro per al 2024 i el PIB potencial (obtingut de l'FMI) i trasllada aquesta diferència de creixement als fluxos d'exportacions nets del contingut importador d'aquestes exportacions.
8. Aquestes xifres no són escenaris alternatius que considerem més o menys probables, sinó una sensibilitat a canvis per il·lustrar-ho en alguns dels supòsits del nostre escenari.
9. Per a més informació sobre l'evolució de la renda bruta disponible en el 2T 2023, vegeu el Focus «Millora la situació financera de les famílies espanyoles gràcies a la creació d'ocupació i a la reducció del deute», en aquest mateix *Informe Mensual*.
10. Dades de pagaments d'interessos dels comptes no financers de l'INE.

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.

Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.

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