IM12

INFORME MENSUAL
NÚMERO 484 | DESEMBRE 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
El BCE, a revisió

ECONOMIA INTERNACIONAL
Japó: canvi en el rumb de la política monetària

Els comptes públics dels EUA: situació i perspectives

ECONOMIA ESPANYOLA I PORTUGUESA

La intensitat exportadora dels sectors a Espanya

Desentranyant el comportament de la productivitat de l'economia portuguesa

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Desembre 2023

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

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

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

Data de tancament d'aquesta edició:
5 de desembre de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *El BCE, a revisió*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Japó: canvi en el rumb de la política monetària*
Luís Pinheiro de Matos

16 *Els comptes públics dels EUA: situació i perspectives*
Ricard Murillo Gili

20 ECONOMIA ESPANYOLA

22 *La intensitat exportadora dels sectors a Espanya*
Erik Solé

25 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Desentranyant el comportament de la productivitat de l'economia portuguesa*
Vânia Duarte

Un 2023 millor del que s'esperava

L'any 2023 va començar amb uns pronòstics poc optimistes i carregats de temors. S'esperava que les principals economies desenvolupades creixerien de manera modesta, i, fins i tot, es va arribar a témer que alguna d'elles, com l'espanyola, registrés puntualment taxes de creixement negatives. Certament, el context global no convidava a l'optimisme. Amb el fort impacte que la guerra a Ucraïna havia tingut sobre els preus de l'energia i de les primeres matèries en general, els presagis no podien ser bons. No es descartava, fins i tot, la possibilitat que alguns països europeus haguessin d'aplicar talls d'electricitat.

Al final, el balanç ha estat clarament més positiu. En termes de creixement, fa un any s'esperava que el PIB de les economies nord-americana i europea avançaria un 0,2% i un –0,1%, respectivament. En canvi, avui dia, amb l'exercici ja gairebé tancat, s'espera que assoleixi el 2,4% i el 0,5%. En el cas de l'economia espanyola, la millora de les perspectives al llarg de l'any també ha estat destacable. El consens d'analistes situa ara el creixement del PIB del 2023 en el 2,3%, quan fa un any no esperava que arribés ni a l'1%.

Una de les claus de la millora ha estat la moderació dels preus de l'energia en general i del gas en particular, en especial al mercat europeu. Fa un any, el mercat de futurs situava el preu del gas TTF, de referència a Europa, en els 150 euros/MWh al final del 2023. En canvi, durant el mes de novembre, ha cotitzat al voltant dels 50 euros/MWh. Els països europeus van reaccionar amb celeritat i van ser capaços de trobar fonts de subministrament alternatives al gas rus amb més facilitat del que s'esperava. De fet, afronten aquest hivern amb les reserves plenes i amb els vaixells de gas natural liquat fent cua per descarregar. La moderació dels preus de l'energia ha facilitat que la inflació s'hagi temperat de forma més ràpida, la qual cosa ha permès que les llars no perdessin tant de poder adquisitiu. Així, el consum de les llars ha resistit millor del que s'esperava als principals països desenvolupats, que han registrat creixements que, en el conjunt del 2023, s'espera que assoleixin el 2,2% als EUA i l'1,4% a Espanya.

En el cas de l'economia espanyola, també destaca el sector exterior, l'evolució del qual ha estat molt millor del que es presumia. Sense cap mena de dubte, l'excel·lent temporada turística ha estat clau. Però també les exportacions de serveis no turístics han sorprès pel seu elevat dinamisme. Així, fa un any, s'esperava que el 2023 el saldo corrent es deterioraria i que amb prou feines seria positiu, ja que el consens d'analistes el situava al voltant dels 3.000 milions d'euros. En canvi, avui el consens d'analistes el situa a la vora dels 32.000 milions d'euros.

Un altre factor que ha propiciat que el xoc energètic hagi estat delimitat ha estat que les principals economies desenvolupades el van poder afrontar sense grans desequilibris macroeconòmics. Això va evitar que es posessin en marxa dinàmiques que haurien amplificat l'impacte i l'haurien fet més sever i persistent, com va succeir, fa poc més d'una dècada, amb la crisi immobiliària i financera. A més a més, la resposta de la política econòmica, tant des del flanc fiscal com des del monetari, ha estat globalment ràpida i eficaç.

Tot plegat ha estat de summa importància perquè l'ocupació mantingués, durant el 2023, una dinàmica positiva i superés amb escreix les perspectives de l'inici de l'any. Davant la perspectiva que l'ensopegada fos temporal, moltes empreses van preferir mantenir els llocs de treball, per evitar haver de tornar a buscar treballadors al cap de poc temps en un mercat laboral ja força tensionat i sobre el qual diverses empreses reporten dificultats per trobar treballadors. Així, la taxa d'atur als EUA i a la zona de l'euro va camí de tancar l'any amb una mitjana de més de mig punt per sota del que s'esperava al final del 2022, en el 3,7% i en el 6,5%, respectivament. En el cas de l'economia espanyola, la sorpresa encara ha estat més gran, i la taxa d'atur, probablement, s'acabarà situant 1 p. p. per sota del nivell esperat, prop del 12%.

De cara al 2024, els pronòstics són menys esperançadors, sobretot perquè es tem que l'impacte de l'augment dels tipus d'interès encara pot afectar l'activitat econòmica. Per als EUA, el consens d'analistes situa la taxa de creixement només lleugerament per damunt de l'1%, mentre que, en el cas de la zona de l'euro, la deixa en un 0,6% i, per a l'economia espanyola, en l'1,3%. Els riscos que envolten l'escenari són nombrosos, però no tots són negatius. Si les pressions inflacionistes consoliden el ràpid descens que han experimentat en els últims mesos i els bancs centrals abaixen els tipus d'interès una mica més ràpidament del que se suposa, és probable que, d'aquí a un any, tornem a fer un altre balanç positiu.

Oriol Aspachs
Desembre 2023

Cronologia

NOVEMBRE 2023

10 El programa Copernicus de la UE informa que l'any 2023 ha registrat el període gener-octubre més calorós a nivell mundial, amb 1,43 °C per damunt de la mitjana del 1850-1900, i rècords en els mesos de juny, juliol, agost, setembre i octubre.

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%.

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%.

Agenda

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).

GENER 2024

3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
5 Zona de l'euro: avanç de l'IPC (desembre).
8 Portugal: ocupació i atur (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (desembre).
9 Portugal: comerç internacional (novembre).
Portugal: xifra de negocis a la indústria (novembre).
10 Espanya: comptes financers (3T).
22 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
25 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (4T i 2023).
26 Espanya: enquesta de població activa (4T).
30 Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: avanç del PIB (4T).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
30-31 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
31 Portugal: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: execució pressupostària (desembre).

Vents de canvi per a la política monetària

Després d'haver posat en marxa el procés d'enduriment monetari més intens de les últimes dècades, sembla que els bancs centrals estan en vies de solucionar el repunt inesperat de la inflació que ha hagut d'afrontar l'economia internacional des del primer semestre del 2021. O, si més no, això és el que anticipa el gir en les expectatives de política monetària que s'ha produït des de la primera quinzena de novembre, quan les sorpreses positives en les dades d'IPC als EUA, a la zona de l'euro o a Gran Bretanya no solament van eliminar les perspectives de noves pujades de tipus, sinó que, a més a més, van obrir la possibilitat de baixades des del 2T 2024. D'aquesta manera, els inversors han passat a cotitzar rebaixes de 125 p. b. a les dues bandes de l'Atlàntic en els 12 propers mesos, la qual cosa s'ha traduït en forts descensos dels tipus sobirans (entre 50 i 80 p. b. en les referències a 10 anys) i de l'euríbor a 12 mesos (del 4,1% al 3,7%), en pujades acumulades en quatre setmanes de gairebé el 10% en els principals índexs borsaris i en rebaixes dels costos de finançament dels emissors privats entre els 50 p. b. per a les empreses amb *rating* d'inversió a Europa i els 110 p. b. en el cas dels *high yields*.

El resultat d'aquest moviment de *risk* on, a més de la forta revaloració de tota mena de carteres d'inversió, ha estat una intensa flexibilització de les condicions financeres, que ha anticipat el gir de la política monetària que s'espera per al 2024. La base d'aquest canvi d'expectatives és sòlida. No en va, el nucli tendencial de preus s'estaria aproximant al 3%, molt lluny dels màxims del 2022 (el 6%), la qual cosa reflectiria que la part més àrdua de la feina dels bancs centrals ja s'ha dut a terme. Quelcom que corroborarien algunes mesures de *momentum* de la inflació, com la versió desestacionalitzada (i anualitzada) de l'IPC que publica el BCE (el 3,0% la general i el 2,0% la nucli en el mes passat) o el comportament de rúbriques fonamentals als EUA per a l'evolució dels preus, com el *shelter* (el +0,3% a l'octubre). A partir d'aquí, l'escenari «idíl·lic» que anticipen els mercats per al 2024 té dos punts febles, que són: la necessitat dels bancs centrals de mantenir la fermesa en el to de la política monetària fins a tenir senyals concloents que no hi ha obstacles significatius en l'última milla (trànsit de la inflació entre el 3% i el 2%) i, relacionat amb l'anterior, el supòsit que aquesta correcció més ràpida de la inflació es podrà aconseguir amb un cost molt moderat en termes d'activitat. En definitiva, el comportament dels mercats financers des del 13 de novembre anticipa un aterratge suau i immaculat de l'activitat, sense danys col·laterals ni riscos de nous xocs a l'horitzó. De manera que, en aquest joc del gat i el ratolí entre inversors i bancs centrals, en les properes setmanes, les autoritats monetàries hauran de modular, amb una comunicació ben calibrada, una eufòria recent dels mercats financers que pot ser un obstacle per aconseguir els objectius en temps i en forma.

La realitat és que, per a una economia tan endeutada com l'actual, aquest gir monetari, tot i que sigui de menor intensitat del que es descompta en l'actualitat, seria un bàlsam important per als escenaris de creixement, així com per als riscos d'estabilitat financera el 2024. No està de més recordar que, amb dades de l'IIF (Institute of International Finance), al final del 3T d'enguany, el deute públic i privat que acumulava l'economia mundial ascendia a 307 bilions de dòlars (el 335% del PIB), amb un augment pròxim al 75% des del 2008 (+133 bilions de dòlars). Tenint en compte que el creixement mitjà des de la gran crisi financera ha estat del 3,1%, això significa que, per generar cada punt addicional d'activitat, l'economia mundial ha necessitat endeutar-se en més de 2,8 bilions de dòlars (gairebé dues vegades la dimensió de l'economia espanyola). Aquesta dependència del palanquejament ha augmentat des del 2018, ja que, per cada punt de creixement, el deute global ha augmentat en 4,8 bilions de dòlars, en un entorn desafiador en què ha calgut enfrontar-se als costos de la pandèmia, a les factures dels conflictes bèl·lics o a l'augment dels preus energètics.

Per agents, l'increment de l'endeutament públic des de la pandèmia ha estat superior al privat, amb tendències més negatives als països desenvolupats que als emergents, la qual cosa reflecteix un major esforç fiscal a l'OCDE per esmorteir l'impacte dels diferents xocs d'oferta. Cal destacar també que, l'any vinent, les amortitzacions que hauran d'afrontar els països emergents seran semblants a les d'enguany (prop de 7 bilions de dòlars), mentre que, en el cas dels països desenvolupats, l'augment és molt més significatiu (18 bilions el 2024, en relació amb els 10 bilions del 2023), amb un esment especial a les necessitats de finançament dels EUA. Tot plegat, amb l'afegit d'un entorn polític desafiador, amb eleccions als EUA, a Mèxic o a l'Índia i, per tant, amb incerteses importants al flanc fiscal, anticipa un camí amb una mica més d'ensurts que el descomptat pels mercats en aquests moments.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,75	4,25	2,50
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,65	3,85	2,40
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	5,50	3,15	2,80
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,20	2,80	2,50
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	3,60	3,10	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	4,00	3,00
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,91	3,45	2,55
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,87	3,19	2,48
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,82	2,94	2,40
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,95	3,00	2,43
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	–0,50	3,02	4,08	3,06	2,45
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	–0,69	2,37	3,15	2,50	2,25
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,70	2,60	2,50
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	–0,45	2,66	3,05	2,82	2,67
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	–0,25	2,73	3,13	2,99	2,83
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,80	3,60	3,30
Prima de risc	11	158	73	105	110	100	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	–0,64	2,45	3,22	3,04	2,93
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	–0,35	2,53	3,24	3,14	3,03
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	3,60	3,45	3,30
Prima de risc	19	297	65	97	90	85	80
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,07	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,87	0,89	0,90
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	85,0	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	79,4	70,5	63,5

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 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	2,8	2,9	3,1
Països desenvolupats	*2,7*	*1,0*	*5,6*	*2,6*	*1,4*	*1,1*	*1,7*
Estats Units	2,7	1,5	5,8	1,9	2,0	0,8	1,7
Zona de l'euro	2,2	0,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6
Alemanya	1,6	0,8	3,1	1,9	–0,4	0,3	1,4
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,8	0,7	1,4
Itàlia	1,5	–1,0	7,0	3,8	0,7	0,6	1,7
Portugal	1,5	–0,2	5,7	6,8	2,4	1,8	2,4
Espanya	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,4	1,4	2,0
Japó	1,4	0,1	2,3	1,1	1,3	1,1	1,1
Regne Unit	2,7	0,3	8,7	2,5	0,6	0,5	0,3
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,4*	*6,9*	*4,1*	*3,9*	*4,2*	*4,1*
Xina	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	6,0	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	5,0	2,9	3,0	1,8	1,8
Mèxic	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	–	1,0	5,6	–2,1	2,7	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,3	2,6	3,5
Polònia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,3	2,6	3,2
INFLACIÓ							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Països desenvolupats	*2,1*	*1,5*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,6*	*1,9*
Estats Units	2,8	1,7	4,7	8,0	4,2	2,4	1,7
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,6	3,1	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,2	3,3	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,3	2,9	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	6,6	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Japó	–0,3	0,4	–0,2	2,5	2,5	1,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,5	3,6	2,3
Països emergents	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,1*	*5,4*
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,7	2,0	1,6
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,3	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
Mèxic	5,2	4,1	5,7	7,9	5,6	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,8	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polònia	3,2	2,0	7,3	15,9	7,3	4,2	3,1

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 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,9	7,2	4,8	2,2	1,9	2,2
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	–0,2	2,6	1,4	1,2
Formació bruta de capital fix	5,6	–2,0	2,8	2,4	1,9	2,5	3,0
Béns d'equipament	4,9	–0,8	4,4	1,9	–0,1	3,7	3,1
Construcció	5,7	–3,4	0,4	2,6	3,1	1,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	0,6	–1,6	1,8
Importació de béns i serveis	7,0	–1,0	14,9	7,0	–0,7	–0,7	2,4
Producte interior brut	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,4**	**1,4**	**2,0**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,9	6,6	3,8	2,2	1,4	1,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índex de preus de consum	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Costos laborals unitaris	3,0	1,1	0,3	0,4	3,9	3,1	2,6
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,2	0,8	0,6	1,8	1,7	1,9
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	2,0	2,4
Saldo públic (% PIB) [1]	0,3	–6,8	–6,8	–4,7	–4,2	–3,6	–3,0

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	–0,1	4,7	5,6	0,9	0,7	1,8
Consum de les AP	2,3	–0,2	4,5	1,4	1,2	1,3	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,8	8,1	3,0	1,3	5,0	6,4
Béns d'equipament	3,2	2,0	15,3	5,5	–	–	–
Construcció	–1,5	–2,3	7,4	1,3	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	4,7	0,7	1,6	2,5
Exportació de béns i serveis	5,3	2,2	12,3	17,4	5,5	2,7	4,5
Importació de béns i serveis	3,6	1,5	12,3	11,1	1,6	2,5	4,8
Producte interior brut	**1,5**	**–0,2**	**5,7**	**6,8**	**2,4**	**1,8**	**2,4**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	2,7	2,0	1,1	0,4	0,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,6	6,0	6,6	6,5	6,3
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–2,9	–0,3	0,7	0,4	0,6

Previsions

Les expectatives d'un aterratge suau propicien un *rally* als mercats

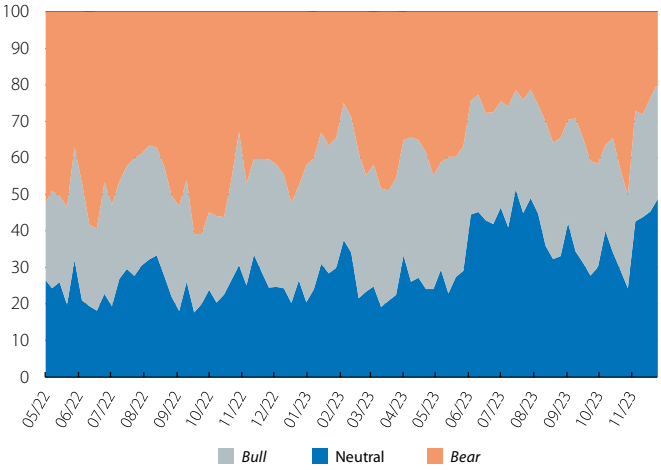
Reajustament ràpid del sentiment de mercat al novembre. Des de l'agost fins a l'octubre, el to al mercat va estar dominat per una política monetària restrictiva, per una inflació persistentment per damunt de l'objectiu i per l'expectativa del *higher for longer* que va llastar les borses i va impulsar les rendibilitats sobiranes. Però, ateses les noves dades econòmiques que apunten a un aterratge suau de les economies, la narrativa dels mercats va canviar de rumb al novembre. Així, al llarg del mes, els inversors van mostrar un to *risk-on*, van impulsar guanys a les borses i retallades en les rendibilitats del deute sobirà i, finalment, van propiciar un afebliment del dòlar enfront de les seves principals contraparts.

Els bancs centrals deixen d'apujar tipus i els mercats especulen amb les primeres baixades. A les reunions d'octubre, els principals bancs centrals van mantenir sense canvis els tipus d'interès i es van col·locar en mode pausa, després de dos anys d'augments de tipus de manera sostinguda en el que ha estat un dels cicles d'enduriment de la política monetària més agressius de les últimes dècades. Els mercats han interpretat aquesta pausa com el final del cicle de pujades i els nivells actuals, com els tipus pic als dos costats de l'Atlàntic, una visió que compartim des de CaixaBank Research. Així i tot, diversos membres dels principals bancs centrals van destacar en nombroses ocasions durant el mes que encara queda camí per recórrer per arribar a l'objectiu d'inflació i van emfatitzar que la seva estratègia passa ara per mantenir la política monetària en una posició restrictiva durant un bon temps, i, de fet, formalment, els comunicats dels bancs centrals encara mantenen la porta oberta a més augments de tipus si fos necessari. Però, malgrat aquests missatges, al novembre, els mercats van endurir les expectatives sobre les retallades de tipus per al 2024, animats pel refredament dels indicadors d'activitat econòmica i pel descens de les últimes dades d'inflació. En concret, en el cas de la Fed, al final de novembre, les expectatives dels inversors van avançar la seva previsió de la primera retallada al març del 2024 i van projectar retallades acumulades de –115 p. b. en el conjunt de l'any (a l'octubre, apuntaven al juny per a la primera retallada i baixades acumulades de 65 p. b.). Pel que fa al BCE, els implícits de mercat van anticipar la primera retallada al març (abans, l'abril), amb l'expectativa de baixades de 120 p. b. en l'acumulat del 2024 (abans, 85 p. b.).

Les rendibilitats dels bons sobirans registren el pitjor mes en anys. Aquestes expectatives d'un pivoteig en la política monetària més aviat que tard el 2024 es van traduir en un *rally* important en el deute sobirà. Els tipus sobirans a 10 anys van acumular caigudes superiors als 60 p. b. als EUA i gairebé 40 p. b. a Alemanya, els majors moviments des del 2011 en el cas nord-americà i des del 2021 en l'alemany, i van desfer una gran part de les pujades de la segona meitat de l'any. Les economies europees perifèriques van reduir les primes de risc en veure caigudes encara més intenses que les del nucli, amb l'impuls addicional a Itàlia després de la confirmació del ràting sobirà per part de les agències de qualificació creditícia Moody's i Fitch. Les rendi-

EUA: sentiment del mercat

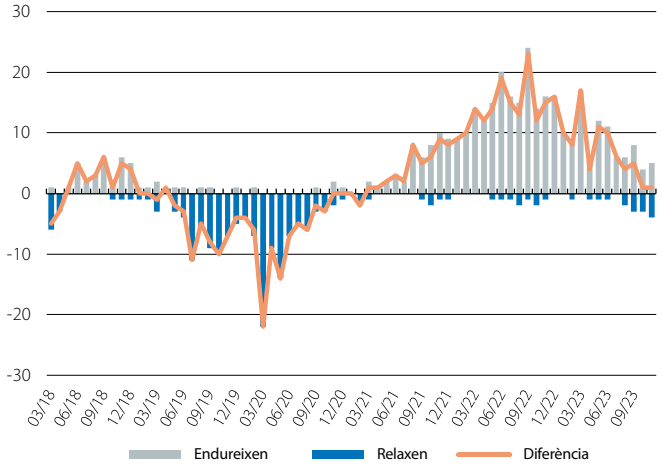
(%)



Nota: *Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista (bull), neutral o pessimista (bear).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Bancs centrals que ajusten tipus

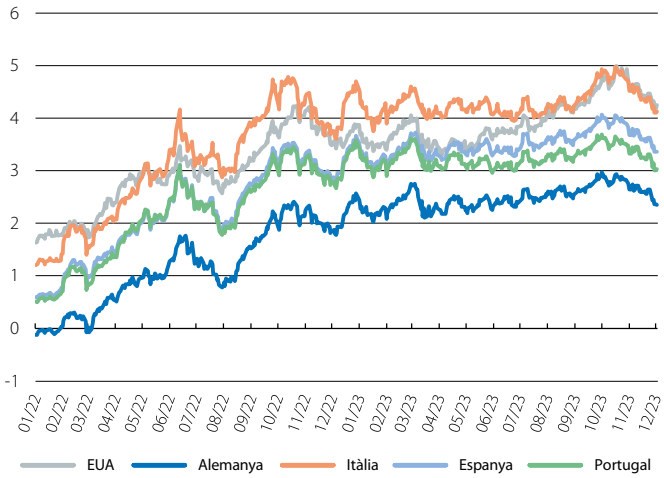
(Nombre)



Nota: *Mostra de 35 bancs centrals, 11 d'economies avançades i 24 d'emergents.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%)



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

bilitats a curt termini també van experimentar moviments a la baixa, tot i que més delimitats que les del tram llarg (per exemple, al voltant dels 40 p. b. i 20 p. b. en els tipus sobirans a 2 anys dels EUA i d'Alemanya, respectivament), de manera que les corbes sobiranes mantenen el pendent invertit.

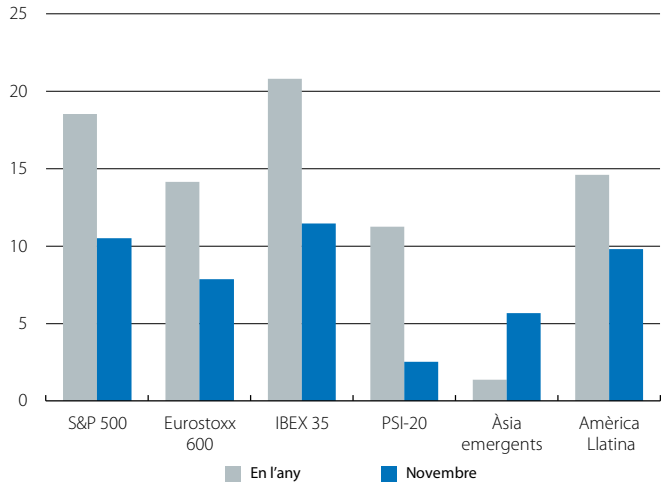
La volatilitat toca mínims al mercat de renda variable. La major apetència pel risc va afavorir el descens de la volatilitat (en el cas de l'S&P 500, fins a mínims del gener del 2020) i la millora del comportament dels índexs borsaris al novembre. Així, els principals parquets van anotar el millor mes des de l'inici d'enguany, amb pujades de gairebé el 8% en l'Eurostoxx 50 i properes al 10% en l'S&P 500. A Europa, va destacar especialment l'IBEX 35, que, després de sumar cinc setmanes a l'alça (la millor ratxa des del final de març), va assolir el nivell màxim de l'any. En el cas dels mercats emergents, els avanços també van ser notables, amb l'MSCI EM una mica per damunt del 7%, a causa, principalment, de la revaloració dels índexs de l'Amèrica Llatina (amb l'Argentina al capdavant després de la victòria presidencial de Javier Milei). En canvi, les borses xineses van tancar gairebé planes, davant la falta d'impuls de la seva economia i de les persistents dificultats del sector immobiliari.

El dòlar perd atractiu. El protagonista del mes al mercat de divises va ser el dòlar nord-americà, que, enmig d'un context favorable als actius de risc, va perdre atractiu com actiu refugi. En concret, el dòlar va registrar el pitjor mes de l'any 2023, es va depreciar enfront de les principals contraparts i va patir una caiguda del 3% en l'índex DXY. El canvi euro/dòlar va arribar a tocar els 1,10 dòlars de forma momentània i va oscil·lar la majoria del temps al voltant dels 1,09 dòlars. El dòlar, fins i tot, va donar treva al tan depreciat ien japonès, que, en el mateix mes, va passar de registrar mínims dels 30 últims anys a enfortir-se fins a nivells del setembre del 2023, en un context d'especulació sobre el final del control de tipus de la corba sobirana del Banc del Japó (vegeu el Focus «Japó: canvi en el rumb de la política monetària», en aquest mateix informe).

El petroli es desinfla amb els ulls posats a l'OPEP i aliats. Al mercat de les primeres matèries, l'atenció es va centrar en la reunió de l'OPEP i aliats celebrada al final del mes, les expectatives sobre la qual van mantenir els preus del Brent en un rang contingut a l'espera de nous anuncis, de manera que el to *risk-on* de la resta d'actius financers no va afectar els preus del cru. Com s'esperava, els països membres van anunciar l'extensió de retallades de producció a 1 milió de barrils diaris (b/d), amb retallades voluntàries addicionals que podrien sumar un total de 2 milions b/d, vigents entre el gener i el març del 2024. Abans de la reunió, a més a més, va haver-hi molts rumors sobre els desacords entre els membres africans i l'Aràbia Saudita, els quals van generar moviments d'anada i tornada en els preus del cru. El barril de Brent va oscil·lar clarament per sota dels 90 dòlars, nivell en què havia acabat l'octubre, i, finalment, va tancar el novembre al voltant dels 80 dòlars/barril. Els preus també es van veure afectats pel nerviosisme creixent sobre una desacceleració en la demanda global, que es va començar a notar ja en els elevats nivells d'inventaris als EUA. D'altra banda, la referència europea de gas natural va ampliar les pèrdues fins a nivells per sota dels 44 euros/MWh, atesos l'alt nivell de reserves per a l'època de l'any (prop del 95%) i una tardor menys freda de l'habitual.

Borses internacionals

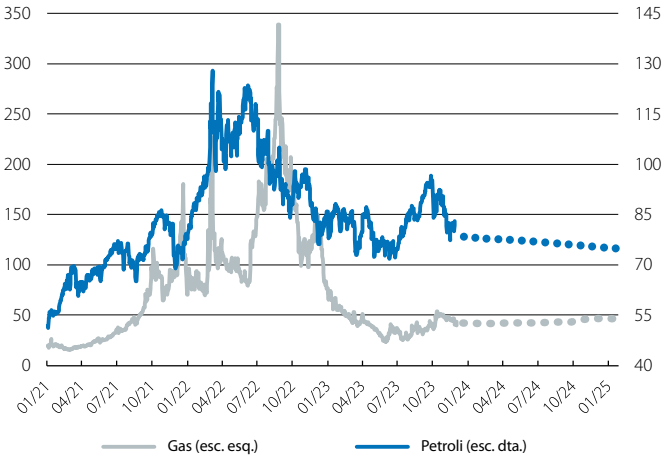
Variació (%)



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

Preus del gas i del petroli

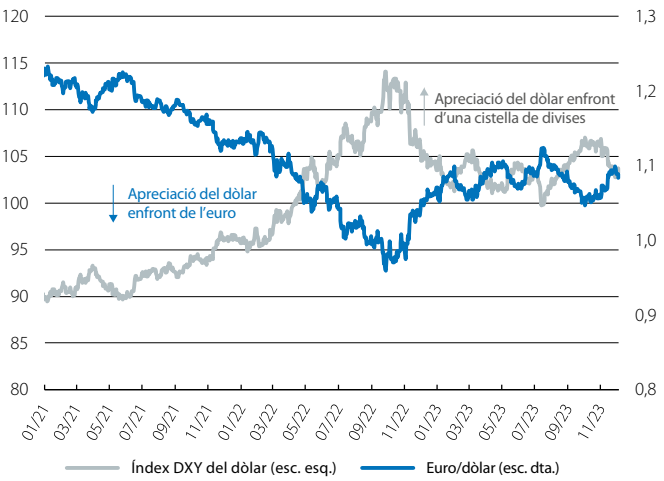
(€/MWh) *($/barril)*



Notes: *Gas natural TTF i petroli Brent. Els punts assenyalen els preus dels contractes futurs de gas i de petroli des del gener del 2024 a l'abril del 2025.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

EUA: valoració del dòlar

Índex *(Euro/dòlar)*



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

El BCE, a revisió

El BCE està revisant el marc operatiu amb què implementa els tipus d'interès. Vegem els principals interrogants del procés.

Com s'implementen els tipus?

El BCE controla directament tres tipus d'interès, el *depo*, el *refi* i l'MLF. El *depo* és el tipus al qual els bancs poden dipositar l'excés de liquiditat al BCE i fixa un sòl sobre els tipus d'interès de mercat (cap institució amb accés al *depo* voldrà prestar a tipus inferiors). A l'altre extrem, l'MLF és el cost de manllevar liquiditat del BCE d'un dia per un altre a través de la marginal *lending facility* o facilitat marginal de crèdit i fixa un sostre sobre els tipus de mercat (ningú amb accés a l'MLF voldrà manllevar tipus superiors).

Al mig hi ha el *refi*, el tipus de referència abans de la crisi financera global (CFG): atès un tipus *refi*, el BCE estimava la demanda de liquiditat del conjunt del sistema bancari i la subministrava amb préstecs (a una setmana) concedits al tipus *refi* (les anomenades operacions de refinançament, que es realitzaven mitjançant subhasta). Després que el BCE subministrés una oferta total de liquiditat, el mercat interbancari s'encarregava de redistribuir-la entre les entitats. Com es veu al primer gràfic, el sòl i el sostre fixats pel *depo* i per l'MLF asseguraven que, en aquesta distribució, els tipus de mercat quedessin sempre dins el corredor, i, preCFG, el BCE aconseguia ancorar-los al mig (al tipus *refi*) gràcies a injectar una oferta total molt ajustada a la demanda.

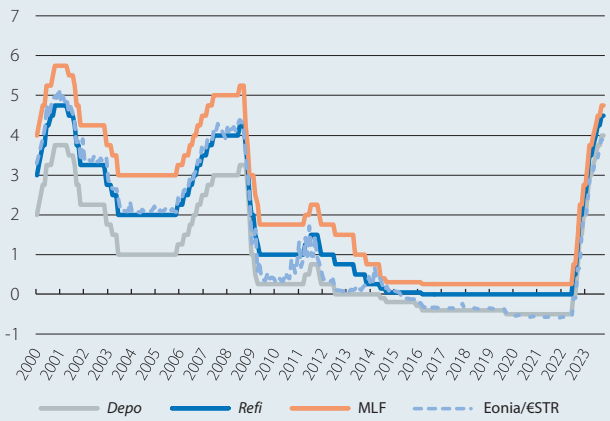
No obstant això, amb la CFG i amb la congelació del mercat interbancari, el BCE va haver d'adoptar un rol més directe. El 2008, els préstecs al tipus *refi* van passar a ser de *fixed-rate full allotment* (FRFA): en lloc de subhastar quantitats fixes, cada entitat podia obtenir del BCE tanta liquiditat com desitgés. Això i el fort creixement de la liquiditat del sistema van acabar ancorant els tipus de mercat al *depo*: l'opció de dipositar la liquiditat al BCE es va convertir en l'àncora per al preu de la resta d'usos alternatius d'aquesta abundant liquiditat.

Per què hi ha tanta liquiditat?

La porta la va obrir el sistema FRFA el 2008, però la liquiditat es va començar a acumular de manera més significativa el 2010-2012, després del llançament d'eines per a l'estabilització financera (amb les compres del *Securities Markets Programme* i les injeccions VLTRO, entre d'altres), i es va intensificar molt amb els programes de compres d'actius iniciats el 2015 (APP) i el 2020 (PEPP) i amb les diferents rondes de TLTRO (préstecs a llarg termini concedits pel BCE entre el 2014 i el 2021).

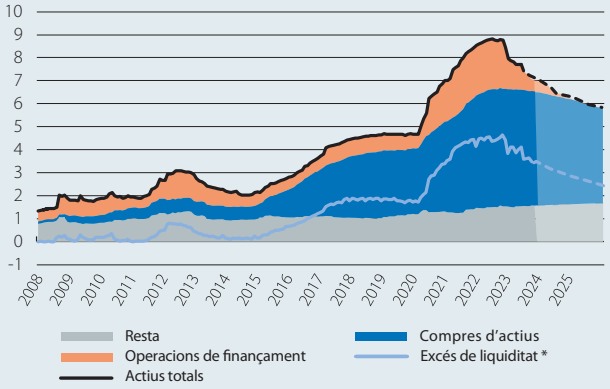
Amb els repagaments de les TLTRO que van començar el 2022 i amb la reducció de l'APP iniciada el 2023, ha començat una disminució sostinguda del balanç del banc central i de la liquiditat del sistema. És precisament per aquest motiu que el BCE revisa, ara, un marc operatiu basat en l'excés de liquiditat.

BCE: tipus d'interès oficials i de mercat
(%)



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

Balanç del BCE: actius totals
(Bilions d'euros)



Nota: ** Dipòsits en la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

Quins avantatges té implementar els tipus amb excés de liquiditat?

L'excés de liquiditat i el rol d'àncora del tipus *depo* han reduït la volatilitat dels tipus d'interès de mercat. A més a més, en relació amb el sistema preCFG, el BCE ja no ha d'estimar amb precisió les necessitats de liquiditat mínimes del sistema,[1] tot i que tampoc no es pot relaxar: malgrat que la liquiditat sigui abundant al conjunt del sistema, pot haver-hi turbulències si està distribuïda de forma desigual, com

1. Un esforç no menor, ja que les necessitats de liquiditat són majors (entre altres causes, per motius reguladors i per una major percepció del risc) i més incertes.

ho va exemplificar el *flash crash* del mercat de *fed funds* nord-americà al setembre del 2019. Finalment, l'abundància de liquiditat té l'avantatge de mantenir un volum elevat d'actius segurs en el sistema i de garantir, de forma preventiva, matalassos de protecció davant episodis d'estrès.

Hi ha inconvenients?

La contrapartida més directa és la dimensió elevada de balanç que ha de sostenir el banc central, amb la conseqüent petjada als mercats financers (influenciant un ampli univers de tipus d'interès i amb efectes col·laterals com l'escassetat de bons als mercats secundaris). A més a més, també comporta riscos financers per al compte de pèrdues i guanys del banc central. Així mateix, l'excés de liquiditat injectat pel banc central pot desincentivar el mercat interbancari i distorsionar la informació de tipus d'interès *benchmark*, com l'€STR.[2]

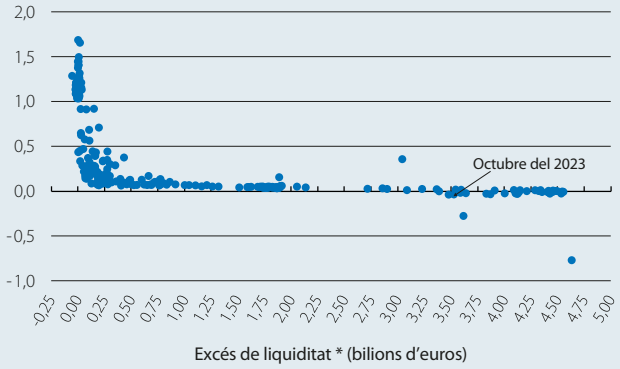
Hi ha una opció que equilibri els costos i els beneficis?

Sembla que les declaracions afavoreixen un sistema amb liquiditat abundant i que doni continuïtat al marc vigent,[3] però amb una implementació una mica diferent.[4] Mentre que ara l'excés de liquiditat l'ha injectat de forma proactiva el BCE, una alternativa seria oferir operacions de refinançament abundants i regulars amb les quals sigui la demanda mateixa la que determini i satisfaci les seves necessitats de liquiditat. El Banc d'Anglaterra, que ha adoptat el sistema, llança aquestes operacions al tipus d'interès amb el qual remunera les reserves. En canvi, si el BCE seguís el Riksbank, que utilitza un sistema semblant, podria establir un corredor estret: per exemple, amb les operacions de refinançament al tipus *refi*, i aquest dins un corredor estret entre el *depo* i l'MLF (el corredor del Riksbank és de ±10 p. b.).

A més de ser més autoregulat (la demanda s'autosatisfà i s'assegura una distribució adequada de la liquiditat),[5] aquest sistema té els avantatges de ser robust davant les fluctuacions en les reserves i permet al banc central tenir una cartera de bons més petita, amb una menor petjada als mercats.

Zona de l'euro: spreads *entre tipus d'interès i excés de liquiditat*

Spread *entre el tipus OIS i el* depo *(p. p.)*



Nota: ** Dipòsits en la facilitat de dipòsits més excés de reserves menys ús de la facilitat marginal de crèdit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del BCE.*

Quines són les perspectives més immediates per al BCE?

La revisió operacional del BCE determinarà la dimensió i la composició del seu balanç a llarg termini. El 2024 i el 2025, estimem que encara mantindrà un balanç relativament elevat i que es continuarà operant amb liquiditat abundant. En concret, el 2023, el balanç del BCE s'haurà reduït en 1 bilió d'euros per les devolucions de TLTRO (–0,85 bilions) i pel final de les reinversions de l'APP (–0,2 bilions). Aquestes dinàmiques continuaran el 2024 i el 2025, intensificades pel final de les reinversions del PEPP, però, encara que es traslladessin 1-a-1 sobre l'excés de liquiditat, al final del 2025, aquest encara quedaria per damunt dels 2 bilions (vegeu el segon gràfic),[6] un nivell folgat en què el *depo* continuaria sent l'àncora de referència per als tipus de mercat (vegeu el tercer gràfic).[7]

2. L'€STR, que recull el tipus d'interès dels préstecs a un dia entre institucions financeres, cotitza per sota del *depo* (el seu teòric límit inferior). L'€STR «fuig per sota el *depo*» perquè inclou transaccions entre entitats amb accés a la facilitat de dipòsits i institucions sense accés: aquestes transaccions guanyarien pes relatiu en un mercat interbancari poc dinàmic i intensificarien les «fugides».
3. Philip Lane, *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, 9 de novembre del 2023.
4. Isabel Schnabel, *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, 27 de març del 2023.
5. Per aconseguir-ho, és fonamental que les operacions de refinançament no generin estigma.
6. Aquesta projecció assumeix la devolució de totes les TLTRO restants (uns 500.000 milions d'euros fins al desembre del 2024), la reducció passiva de l'APP (zero reinversions) i la reducció passiva del PEPP a partir de l'estiu del 2024 (tres mesos amb reinversions al 50%, tres mesos més al 30% i després al 0%).
7. La relació històrica està subjecta a la cautela habitual: canvis estructurals en la demanda de reserves podrien fer que el tipus de mercat es desancorés en nivells d'excés de liquiditat superiors als del passat.

Tipus d'interès (%)

	30-novembre	31-octubre	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	3,96	3,97	–1	183,2	199,2
Euríbor 12 mesos	3,93	4,05	–13	63,5	108,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,43	3,64	–21	82,8	129,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,82	3,02	–20	5,2	78,7
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,45	2,81	–36	–12,4	63,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,47	3,88	–41	–19,1	65,9
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,14	3,53	–39	–44,9	40,7
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
SOFR 3 mesos	5,37	5,38	–1	78,2	91,9
Deute públic a 1 any	5,12	5,45	–33	43,0	50,2
Deute públic a 2 anys	4,68	5,09	–41	25,4	45,3
Deute públic a 10 anys	4,33	4,93	–60	45,2	82,2

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

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	68	86	–18	–23,1	–19,9
Itraxx Financer Sènior	78	98	–20	–21,2	–18,7
Itraxx Financer Subordinat	142	179	–37	–29,8	–29,6

Tipus de canvi

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,089	1,058	3,0	1,7	3,5
EUR/JPY (iens per euro)	161,370	160,410	0,6	14,9	13,4
EUR/GBP (lliures per euro)	0,863	0,870	–0,9	–2,6	0,4
USD/JPY (iens per dòlar)	148,200	151,680	–2,3	13,0	9,5

Primeres matèries

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	529,9	539,5	–1,8	–4,5	–6,4
Brent ($/barril)	82,8	87,4	–5,2	–3,6	–4,7
Or ($/unça)	2.036,4	1.983,9	2,6	11,6	12,9

Renda variable

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.567,8	4.193,8	8,9	19,0	12,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.382,5	4.061,1	7,9	15,5	10,0
Ibex 35 (Espanya)	10.058,2	9.017,3	11,5	22,2	19,6
PSI 20 (Portugal)	6.474,6	6.257,1	3,5	13,1	9,2
Nikkei 225 (Japó)	33.486,9	30.858,9	8,5	28,3	18,6
MSCI emergents	987,1	915,2	7,9	3,2	0,9

Expectatives a la baixa i cautela en l'economia internacional

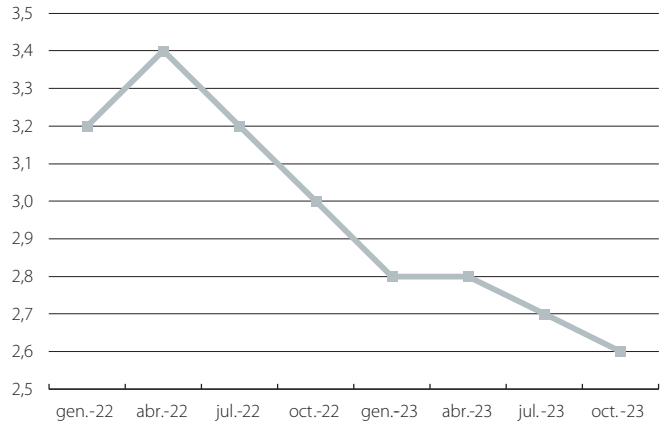
La incertesa no dona treva en el tancament de l'any. L'economia mundial encara el final del 2023 i l'inici del 2024 amb un refredament a velocitats desiguals, especialment intens a Europa, força suau als EUA i amb la Xina complint els objectius de creixement de les autoritats però embolicada en les dificultats del seu sector immobiliari. En aquest punt d'inflexió, l'economia mundial persegueix un aterratge suau que permetria reduir la inflació amb un cost assumible en termes de creixement, però ho fa en un entorn no exempt de riscos importants. En el pla geopolític, a la guerra a Ucraïna s'afegeix el conflicte entre Israel i Hamàs, mentre que, en l'àmbit més estrictament econòmic, la inflació encara té camí per davant per situar-se en els objectius dels bancs centrals, i, malgrat que sembla que l'enduriment de la política monetària ha tocat sostre, els seus efectes encara s'estan filtrant.

EUA... o la crònica d'una desacceleració anunciada que es resisteix a arribar. Les pujades de tipus aprovades per la Fed (525 p. b. des del febrer del 2022) no acaben de visualitzar-se en els agregats macroeconòmics. De fet, en el 3T, el PIB encara creixia un robust 1,3% intertrimestral (més del doble que en el 1S), gràcies al dinamisme del consum privat (el 0,9% *vs*. el 0,2%) i a costa de l'estalvi (el 4,0% de la renda disponible *vs*. el 5,1% en el 2T). No obstant això, en el 4T, diferents *trackers* apunten al fet que el PIB frenaria fins a ritmes del 0,5% intertrimestral, i, tot i que sembla que l'economia està assolint un aterratge suau, no podem descartar un refredament encara major durant la primera meitat del 2024. Els indicadors disponibles apunten en aquesta direcció. Així, a l'octubre, les vendes al detall i la producció industrial van caure (el –0,1% i el –0,6% intermensual, respectivament), al mateix temps que els indicadors de clima industrial i de confiança refreden la possibilitat d'un rebot: l'ISM es va consolidar a l'octubre en valors compatibles amb caigudes al sector manufacturer (46,7 *vs*. 49,0) i va confirmar l'esgotament als serveis (51,8 *vs*. 53,6), amb una confiança del consumidor que va caure al novembre per quart mes consecutiu (61,3 *vs*. 63,8) i amb un PMI compost en referències compatibles amb una activitat gairebé estancada (50,7 al novembre). Per la seva banda, la inflació va intensificar a l'octubre el seu descens, sobretot la general (el 3,2% *vs*. el 3,7%), mentre que la correcció al nucli continua sent més suau (el 4,0% *vs*. el 4,1%). Les evidències desinflacionistes que s'observen també en altres indicadors (preus de producció en el 2,4% interanual, en relació amb el 5,0% de l'inici de l'any, o costos dels nolis per sota ja de la mitjana preCOVID) suggereixen que és possible assolir l'objectiu de la Fed del 2,0% en algun moment de la segona meitat del 2024.

La zona de l'euro afronta les expectatives més febles. L'economia va caure en el 3T (el –0,1% intertrimestral), i les perspectives per als propers mesos no són de millora. De fet, la consolidació de l'indicador de clima empresarial PMI al novembre per sota del llindar de 50 per sisè mes consecutiu augmenta la possibilitat d'una nova caiguda, moderada, del PIB per tancar l'any, risc del qual també adverteix l'evolució de l'índex de sentiment econòmic de la Comissió Europea. A l'informe de tardor, la Comissió també assenyala que l'augment del cost de la vida (la inflació ha pujat més del 12% des del gener del 2022), la feblesa de la demanda externa i el tensionament de les condicions

Previsions de creixement per al 2024 del PIB mundial

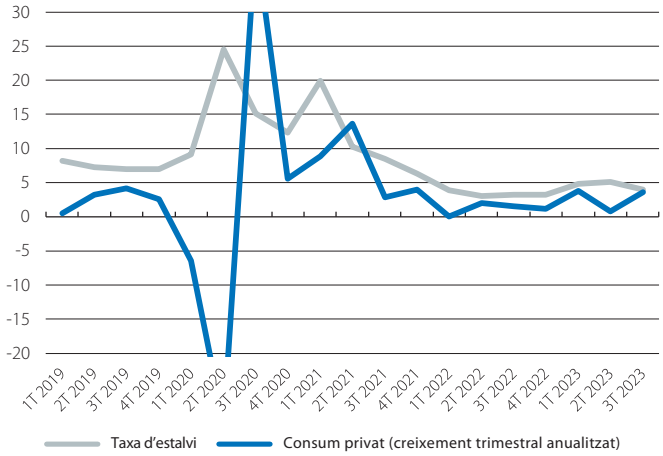
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de les previsions del consens d'analistes publicades per Reuters.*

EUA: consum privat i taxa d'estalvi de les famílies

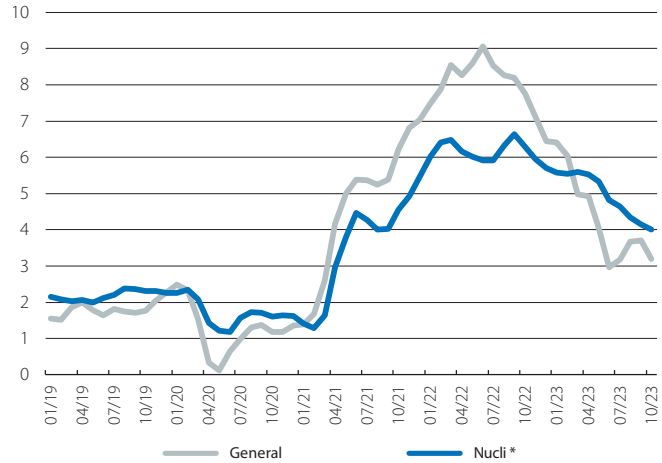
(%)



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

EUA: inflació general i nucli

Variació interanual (%)



Nota: ** La inflació nucli exclou de l'índex de preus l'energia i tots els aliments.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.*

monetàries han passat factura a l'activitat, la qual cosa explica la nova retallada de les seves previsions de creixement per al conjunt de la regió, fins al 0,6% el 2023 i l'1,2% el 2024. En aquest context de desacceleració econòmica, la moderació de la inflació es va intensificar al novembre, tant la general (el 2,4% *vs*. el 2,9%) com la nucli (el 3,6% *vs*. el 4,2%). De fet, la inflació general va baixar fins als mínims de l'estiu del 2021, i la nucli va marcar mínims des de la primavera del 2022, amb un desglossament per components en què va destacar, en especial, la moderació dels serveis (–0,6 p. p., fins al 4,0%) i dels béns industrials no energètics (el 2,9%, recollint amb retard en els preus finals la normalització dels colls d'ampolla globals). A més a més, la moderació de la inflació va ser generalitzada entre les grans economies, i les dades desestacionalitzades que publica el BCE situen el *momentum* en el 3,0% per a la general i en el 2,0% per a la nucli (el *momentum* és la variació intertrimestral anualitzada de l'IPCH i reflecteix les tendències recents de la inflació millor que les taxes interanuals).

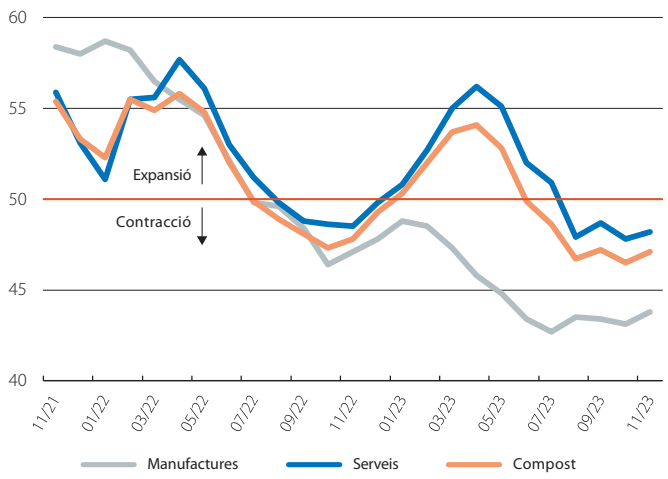
Alemanya s'embolica amb el rigor fiscal. Les autoritats germàniques, conscients que la seva economia és de les que més s'ha refredat, planejaven reassignar a projectes relacionats amb el canvi climàtic uns 60.000 milions d'euros, dotats inicialment per pal·liar les conseqüències de la pandèmia i no gastats. No obstant això, el Tribunal Constitucional alemany va declarar inconstitucional aquest «transvasament» i, al mateix temps, va reactivar la regla del «fre del deute», que prohibeix endeutar-se a l'any per damunt del 0,35% del PIB. Aquesta decisió va obligar el Govern a elaborar un pressupost complementari d'uns 43.000 milions d'euros per al que queda d'enguany i a demanar al Parlament el manteniment de la suspensió del «fre del deute» per quart any consecutiu, al·legant que, el 2023, persisteix una «situació d'emergència» i ajornant-ne la reintroducció al 2024.

Rebaixa d'impostos al Regne Unit per estimular l'economia. El PIB es va estancar en el 3T (el 0,0% intertrimestral *vs*. el 0,2%), després d'una primera meitat de l'any més dinàmica del que s'esperava, i el mateix Banc d'Anglaterra anticipa que l'activitat continuarà estancada, gairebé, fins al final del 2024. Aquesta feblesa de l'economia va empènyer el ministre d'Hisenda, Jeremy Hunt, a presentar mesures per reactivar el creixement, que inclouen rebaixes d'impostos als particulars i a les empreses, amb un cost estimat de 15.600 milions de lliures a l'any fins al 2029 (al voltant del 0,5% del PIB). S'estima que aquestes mesures tindran un impacte modest sobre el creixement (menys de 0,3 p. p., de mitjana, per any fins al 2029), la qual cosa explica que la mateixa oficina de pressupostos britànica hagi retallat la seva previsió de creixement potencial en 0,2 p. p., fins a l'1,6%.

Increment del creixement en el 3T a Euràsia i a l'Amèrica Llatina, amb algunes excepcions. El PIB del Japó va caure més del que s'esperava (el –0,5% intertrimestral *vs*. l'1,1%), arrossegat per la feblesa de la demanda interna, mentre que el PIB de Rússia va aconseguir accelerar (l'1,3% intertrimestral *vs*. el 0,8% anterior), gràcies a la indústria armamentística i a la pujada de més del 30% dels preus del cru en el període. D'altra banda, les economies llatinoamericanes van registrar un bon 3T: Mèxic, l'1,1% intertrimestral *vs*. el 0,8%; Xile, el 0,3% *vs*. –el 0,3%, i Colòmbia, el 0,2% *vs*. el –1,0%. A Àsia, l'acceleració de l'activitat també va ser generalitzada en el 3T: la Xina, l'1,3% *vs*. el 0,5%; Filipines, el 3,3% *vs*. el –0,7%; Malàisia, el 2,6% *vs*. l'1,5%, o Singapur, l'1,4% *vs*. el 0,1%.

Zona de l'euro: PMI

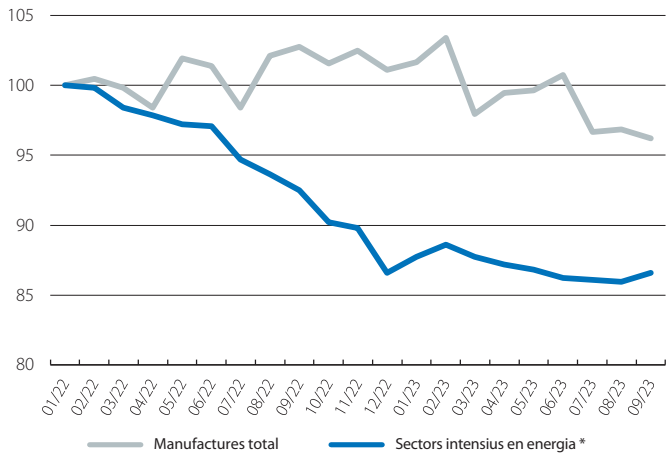
Índex



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

Zona de l'euro: producció industrial

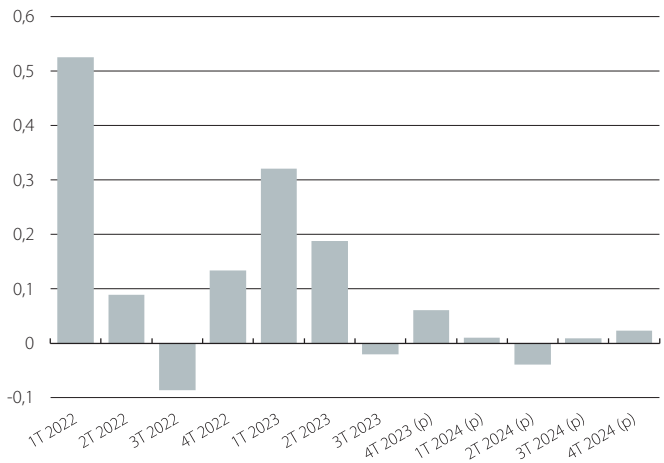
Índex (100 = gener 2022)



Nota: ** Productes químics, minerals no metàl·lics, metalls bàsics i pasta de paper i paper.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Regne Unit: PIB

Variació intertrimestral (%)



Nota: *(p) Previsions del Banc d'Anglaterra (Monetary Policy Report, novembre del 2023).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades publicades pel Banc d'Anglaterra.*

Japó: canvi en el rumb de la política monetària

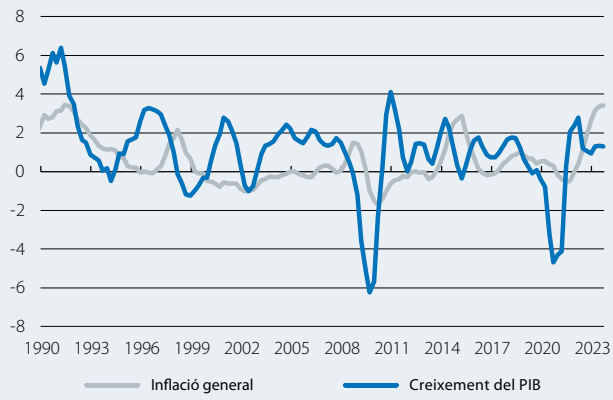
Esperonat per una economia que ha viscut un llarg període de creixement baix i d'inflació insuficient, des dels anys 2000 el Banc del Japó (BoJ) ha estat pioner en la implementació de polítiques monetàries no convencionals, com els programes de compres d'actius (QE, per les sigles en anglès), els tipus d'interès negatius o la política de control de la corba de tipus (YCC, per les sigles en anglès). El repunt dels preus al Japó en els dos últims anys, desencadenat inicialment pels colls d'ampolla, per l'encariment global de l'energia i dels aliments i per la devaluació del ien, però que, més recentment, sembla que està generant dinàmiques autosostingudes,[1] ha comportat un replantejament de la política monetària al país.

Com mantenir la corba de tipus sota control sense mantenir el control de la corba de tipus?

En els últims anys, un element central de la política monetària del BoJ ha estat el YCC. Aquesta eina consisteix a fixar tipus d'interès objectiu per a trams específics de la corba de tipus sobirans, la qual cosa implica un compromís implícit d'adquirir (o de vendre) aquests actius en la quantitat necessària per mantenir els tipus en l'objectiu. En concret, el 2016, després d'abaixar el tipus oficial i que aquest tipus toqués fons en el –0,1%, el BoJ va decidir reforçar la política monetària amb un control de la corba de tipus i va fixar un objectiu per al tipus d'interès sobirà a 10 anys en el 0%.[2] Així, mentre el tram curt dels tipus japonesos s'amarrava en el tipus d'interès oficial del BoJ, el YCC va servir per influir i per ancorar els trams més llargs de la corba de tipus.

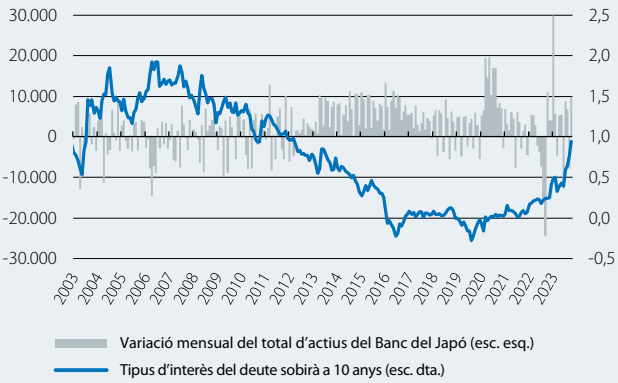
D'ençà que el BoJ va anunciar el YCC, ha aconseguit mantenir el tipus sobirà a 10 anys a la vora del 0% amb augments del balanç més graduals dels que feia en el passat (vegeu el segon gràfic). Això no treu que, en moments d'estrès, com la pandèmia, el BoJ hagués d'augmentar la seva intervenció. Així i tot, a partir del 2022 –en un moment en què la inflació començava a deixar empremta, el diferencial de tipus d'interès amb els EUA anava augmentant i el ien perdia valor (vegeu el tercer gràfic)–, amb les primeres expectatives que el BoJ pogués abandonar el YCC i amb els petits passos que la institució ha començat a fer en aquesta direcció, els tipus d'interès a 10 anys s'han «desancorat» del 0% i, recentment, cotitzen a la vora de l'1%.

Japó: inflació general i creixement del PIB
Variació interanual (%)



Nota: *Es mostren les mitjanes mòbils de quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Japó: tipus sobirà a 10 anys i actius del banc central
(Milions de iens) *(%)*



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

En part, aquest desancoratge reflecteix una menor rigidesa del BoJ: malgrat tenir un YCC amb un objectiu del 0%, el 2018, va introduir una banda de fluctuació de ±0,1 p. p. al voltant de l'objectiu; el 2021, va ampliar l'interval fins a ±0,25 p. p.; al desembre del 2022, el va apujar fins a ±0,5 p. p., i, al juliol del 2023, va puntualitzar que, més enllà d'aquesta banda, considerava l'1% com el topall que podia tocar el tipus sobirà a 10 anys. Al final d'octubre, va arribar un senyal més que el final del YCC s'aproximava: sense tocar els tipus d'interès, el BoJ va declarar que el límit de l'1% es considerava una «referència», va suggerir més tolerància al fet que el tipus sobirà fluctuï en aquest llindar i va assenyalar, a més a més, la preocupació que una defensa estricta d'aquest límit pogués provocar un deteriorament del funcionament del mercat. Aquest canvi

1. La inflació general es va situar en el 3,3% a l'octubre, mentre que la subjacent es va situar en el 4,0%. El Banc del Japó espera una inflació subjacent del 3,8% per a l'any fiscal 2023 i de l'1,9% per al 2024.
2. Entre altres avantatges, aquest tipus d'eina permet una comunicació clara de la política monetària i ajuda a transmetre més certesa als inversors. Així, el YCC es pot entendre com una alternativa més transparent que altres programes de QE, que no aclareixen fins a quin punt desitja el banc central que siguin baixos aquests tipus. El YCC també pot ser més eficient que els programes de QE en la mesura que, si els inversors creuen el banc central, s'aconsegueix el mateix objectiu de tipus amb menys compres d'actius. Vegeu el Focus «El control de la corba de tipus: una nova eina per a la Fed?», a l'IM09/2020.

de comunicació és coherent amb la seqüència d'altres petits passos.[3]

Malgrat que, fins a la data, el YCC pot ser considerat un èxit, des del punt de vista de l'ancoratge de les expectatives i de la gestió del balanç del banc central,[4] en un moment de canvi de política monetària al Japó, hi ha incertesa sobre el «dia després». Per exemple, malgrat que s'espera que l'abandonament del YCC sigui prudent i gradual, hi ha el risc que, quan el banc central deixi d'assegurar un tipus d'interès al mercat, el preu dels actius pateixi volatilitat a mesura que els inversors «testin» el nou tipus d'equilibri, amb les conseqüents repercussions sobre els grans tenidors (en particular, les institucions financeres, els fons de pensions i les asseguradores), i forci les autoritats a actuar per donar suport al sistema financer.

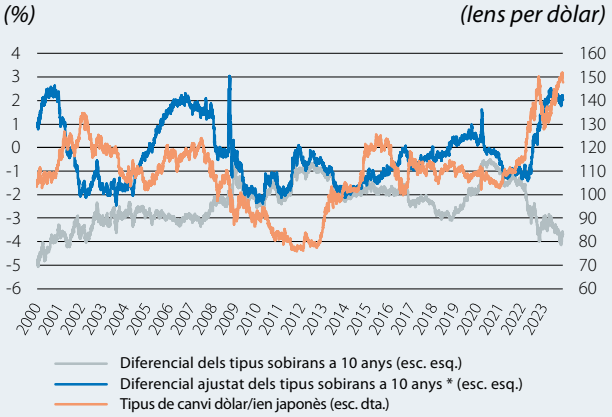
«Estratègia Ueda»: un ull en l'estabilitat financera... dos en la deflació

Ara com ara, la resposta dels mercats a aquests ajustos en la política monetària ha estat limitada, de manera que s'ha aconseguit mantenir l'estabilitat del mercat i el control de la corba de tipus. Així i tot, la retirada del YCC presenta reptes importants. A nivell intern, el sector de les assegurances és el més exposat a les pujades de tipus, ja que és el segon major tenidor de bons sobirans (després del BoJ), que representen el 40% del total dels seus actius. D'altra banda, els fons de pensions es podrien veure més afectats per una ràpida apreciació del ien, ja que una fracció significativa dels seus actius estan denominats en divises estrangeres. A nivell extern, el risc és que la disminució del diferencial de tipus d'interès entre el Japó i la resta de grans economies comporti una dinàmica més intensa de repatriació de capitals. El mateix BCE ha assenyalat que una retirada més abrupta dels inversors japonesos del mercat de bons de la zona de l'euro podria tenir un efecte significatiu sobre els preus i podria amplificar els efectes de l'enduriment quantitatiu del mateix BCE.[5]

De cara al 2024, s'espera que el final del YCC comporti una pujada gradual dels tipus d'interès. A més a més, segons les expectatives de mercat, durant la primera meitat de l'any, el BoJ podria anunciar la primera pujada de tipus d'interès oficials, de manera que posaria fi als tipus negatius.

3. Per a més detalls, vegeu Kowalewski, P. i Shirai, S. (2023), «History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years», ADBI Working Paper, núm. 1.380, Asian Development Bank Institute.
4. El 2023, el BoJ té en el seu balanç més del 50% del total de bons sobirans en circulació, en relació amb el 30% el 2016.
5. Aproximadament, el 4% dels bons en circulació de la zona de l'euro estan en mans d'inversors japonesos, una xifra que arriba al 6% en el cas de França (el 3% a Espanya i a Alemanya) i al 3% en el cas dels bons nord-americans.

Japó: tipus de canvi dòlar-ien i* spreads *sobirans



Notes: ** El diferencial ajustat dels tipus sobirans té en compte el cost d'assegurar-se davant les fluctuacions del tipus de canvi en invertir en actius denominats en divisa estrangera (en aquest cas, davant les fluctuacions del dòlar-ien). Es mostren dades diàries.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Un risc que preocupa el BoJ a mitjà termini és que el Japó caigui de nou en un període prolongat de deflació. El governador Kazuo Ueda ha assenyalat en repetides ocasions que la seva major preocupació és evitar un retorn del malson deflacionista i ha subratllat que, per complir aquest objectiu, es necessiten pujades salarials sostingudes per damunt del 2%. En altres paraules, el BoJ desitja una espiral de preus-salaris «bona», en el sentit que li faciliti mantenir l'objectiu d'inflació. Cada mes de març, les empreses japoneses més grans es reuneixen amb els sindicats per negociar les pujades salarials per al següent any fiscal (que comença a l'abril) i influencien també els salaris que s'ofereixen a les empreses més petites, un procés conegut com shuntō, o ofensiva salarial de la primavera. El shuntō del 2024 posarà també les bases per a una ofensiva de la política monetària al Japó?

Luís Pinheiro de Matos

Els comptes públics dels EUA: situació i perspectives

El dèficit públic (Govern federal) dels EUA per a l'any fiscal que va finalitzar el 30 de setembre del 2023 va augmentar d'1,4 a 1,7 bilions de dòlars o, el que és mateix, del 5,3% al 6,3% del PIB.[1] Aquests nivells de dèficit són dels més elevats entre les economies avançades i, als EUA, des dels anys seixanta, només han estat superats durant la Gran Recessió (2009-2012) i durant la pandèmia (2020-2021). Les xifres criden l'atenció, i, en aquest article, tractarem d'aclarir els motius d'aquest augment el 2023, l'impacte que pot tenir per a l'economia nord-americana i les perspectives de sostenibilitat del deute públic (federal) nord-americà a mitjà termini.

Com es pot veure a la taula, l'augment del dèficit en relació amb els anys previs a la pandèmia s'explica per una menor recaptació fiscal, però, sobretot, per un augment clar de la despesa pública. Aquest augment és especialment visible als epígrafs de Salut i Medicare (+0,6 p. p.) i de Pagament d'interessos (+0,9 p. p.). L'increment d'aquest últim epígraf és normal que es produeixi en el context actual de tipus d'interès elevats, que ha dut el tipus d'interès del *treasury* a 10 anys a una mitjana del 3,9% el 2023, mentre que, entre el 2015 i el 2019, la mitjana va ser del 2,25%. D'altra banda, el lleuger augment d'Altres despeses del 2,6% al 2,9% amaga un efecte comptable de la condonació dels préstecs per a estudiants que incrementa la part que s'imputa a l'exercici fiscal del 2022 (això explica el rebot al 5,1%) i disminueix la que s'atribueix al 2023. Si desféssim aquest efecte comptable, veuríem que el dèficit fiscal en relació amb el PIB del 2022 seria 1,5 p. p. inferior (el –4,5%) i, el 2023, 1,2 p. p. superior (el –7,5%). Pel costat dels ingressos, la caiguda entre el 2022 i el 2023 s'explicaria, sobretot, per una normalització dels ingressos per recaptació d'impostos sobre el capital, que, el 2022, van ser inusualment elevats per l'elevada rendibilitat que va tenir la borsa l'any anterior.

L'impacte sobre el PIB ha estat positiu el 2023, però, d'ara endavant, podria deixar de ser-ho

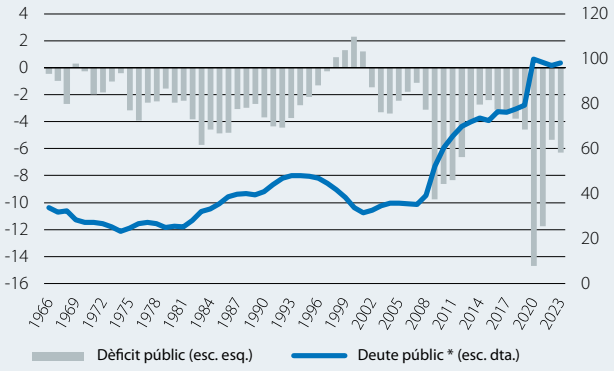
Aquest increment del dèficit ha contribuït de forma positiva al creixement del PIB des de l'inici d'enguany. De fet, en els quatre últims trimestres, el consum públic ha crescut a un ritme mitjà de l'1,1% intertrimestral, amb una contribució de gairebé un terç del total del creixement del PIB malgrat pesar, només, el 17%. D'ara endavant, però, s'espera que el consum públic deixi de ser un vent de cua per al creixement del PIB i que, en el millor dels casos, tingui un impacte neutre. Les últimes projeccions del Congressional Budget Office (CBO) estimen que el dèficit públic com a percentatge del PIB es mantindrà per damunt del 5,5% en tot l'horitzó de projeccions, reculará només 0,1 p. p. el 2024 i tornarà a augmentar 0,4 p. p. el 2025. No obstant això, la contribució del dèficit al creixement del PIB no depèn tant del seu nivell com de la seva variació,[2] de manera que, en realitat, les projeccions del CBO impliquen una contribució al creixement del PIB més aviat neutra en els propers anys.

1. Als EUA, els anys fiscals van d'octubre a setembre (per exemple, l'any fiscal 2023 va des de l'octubre del 2022 al setembre del 2023). Al llarg de l'article, fem referència al dèficit i al deute federal i no incloem els comptes estatals i locals.

2. Per exemple, si una economia amb un dèficit fiscal de l'1% del PIB augmentés el dèficit en 2 p. p. fins al 3%, aquell any (t+1), assumint un multiplicador fiscal d'1, el creixement del PIB seria 2 p. p. superior. L'any següent (t+2), mantenint el dèficit en el 3%, el nivell de PIB seria el mateix, però el creixement seria 2 p. p. inferior al de l'any anterior.

EUA: dèficit i deute públic

(% del PIB) *(% del PIB)*



Nota: ** Exclou el deute intergovernamental.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis i del Congressional Budget Office.*

EUA: ingressos i despesa fiscal per origen

(% del PIB)

	Mitjana 2015-2019	2022	2023
Impostos sobre les rendes	8,3	10,5	8,1
Impostos sobre les empreses	1,4	1,7	1,6
Seguretat Social	5,9	5,9	6,0
Altres ingressos	1,5	1,4	0,8
Total ingressos fiscals	**17,1**	**19,6**	**16,5**
Defensa nacional	3,2	3,1	3,0
Salut i Medicare	5,8	6,7	6,4
Seguretat Social	7,5	8,3	7,9
Pagament d'interessos (net)	1,5	1,9	2,4
Altres despeses	2,6	5,1	2,9
Total despeses fiscals	**20,6**	**25,1**	**22,7**
Dèficit fiscal	**–3,5**	**–5,5**	**–6,3**

Font: *CaixaBank Research, a partir de l'US Department of the Treasury, Final Monthly Treasury Statement.*

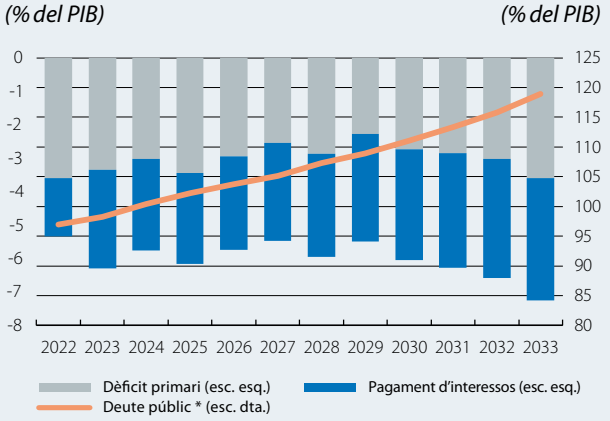
Tal com es pot veure a l'últim gràfic, segons aquestes projeccions del CBO, que s'elaboren sota un escenari que no comporta canvis en la política fiscal, el deute públic dels EUA com a percentatge del PIB continuaria una tendència ascendent i passaria del 98% actual a gairebé el 120% el 2033. Aquest augment reflectiria uns dèficits primaris relativament estables però elevats (al voltant del 3%), mentre que les projeccions contemplen un creixement del PIB nominal (el 4,2%, de mitjana, entre el 2023 i el 2033) superior al cost del deute (el 3,1%), la qual cosa ajuda a la sostenibilitat del deute públic. En concret, dels 20 p. p. d'augment del deute que projecta el CBO, l'acumulació de dèficits explicaria 33 p. p., mentre que el diferencial entre tipus i creixement del PIB (i – g) tendiria a reduir-lo en uns 13 p. p. No obstant això, en un context de tipus d'interès elevats i de retirada gradual de la Reserva Federal com a tenidor de *treasuries* (pel *quantitative tightening*), la càrrega financera d'aquest deute es farà més pesada: per exemple, mentre que el CBO projecta que el diferencial (i – g) tendeix a reduir el deute en una mitjana anual d'1,7 p. p. el 2023-2027, aquest factor de suport baixaria fins als 0,6 p. p. el 2033.

Més enllà de l'impacte que puguin tenir els tipus d'interès elevats, l'increment del deute públic sobre el PIB en les previsions del CBO s'explicaria per un augment sostingut de la despesa pública que no es veu compensat per un augment dels ingressos fiscals, que, de fet, es mantenen estables en tot l'horitzó. Segons el mateix CBO, aquest augment de la despesa és degut, sobretot, a l'increment de les partides relacionades amb la salut i la Seguretat Social, una dinàmica que, per l'esperat envelliment de la població, s'espera que continuï més enllà del 2033.

A aquests vents de cara, hem de sumar la complexa situació política que travessen els EUA, amb una polarització política que fa més freqüents els temors a tancaments del Govern federal, per les dificultats a l'hora d'assolir acords per al finançament del Govern,[3] i que es xoqui amb el límit de deute, que, en el seu extrem, podria dur el Departament del Tresor a no poder pagar les seves obligacions. En aquest sentit, i després de les dificultats en les últimes negociacions al juny per assolir un acord bipartidista que suspengués el sostre de deute, Moody's va mantenir el *ràting* del deute sobirà nord-americà en el rang més alt (Aaa), però amb una rebaixa de les perspectives d'«estable» a «negatiu». A més de la situació política, l'agència de *ràting* també va esmentar l'entorn de tipus d'interès elevats i l'absència de mesures fiscals per reduir el dèficit públic com a factors que explicaven la rebaixa de la perspectiva.

3. L'acord més recent, assolit a última hora del 14 de novembre, ampliava el finançament del Govern fins al 19 de gener del 2024 per a algunes mesures i fins al 2 de febrer per a unes altres. Llavors caldrà assolir nous acords per evitar el tancament del Govern (*government shutdown*).

EUA: projecció de dèficit i de deute públic del CBO



Nota: ** Exclou el deute intergovernamental.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Congressional Budget Office.*

Per tot plegat, pensem que, als EUA, els comptes públics continuaran estant en boca dels analistes en els propers anys i que continuaran generant soroll als mercats financers cada vegada que s'acostin les dates clau per finançar els pressupostos del Govern o per evitar superar el sostre de deute. A més a més, no faltaran les veus que adverteixin, amb raó, dels perills de mantenir uns dèficits primaris elevats que comportin l'augment constant del deute públic sobre el PIB.

Ricard Murillo Gili

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	09/23	10/23	11/23
Activitat									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	3,0	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	4,3	3,5	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	104,3	99,1	102,0
Producció industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–0,2	–0,7	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	49,0	46,7	46,7
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.346	1.372	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	307	304	303	302	302	318,3	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,9	3,7
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,2	60,5
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	–2,9	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,2	...
Inflació nucli	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,1	4,0	...

JAPÓ

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Activitat									
PIB real	2,6	1,0	0,5	2,5	2,2	1,5	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	35,2	35,7	36,1
Producció industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–3,4	–0,9	...
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	2,6	2,5	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,4	–2,1	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,0	3,3	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,0	...

XINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
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	10,7	4,2	5,5	7,6	...
Producció industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,6	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	50,2	49,5	49,4
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	899	899	947	944	898	901,6	871,7	868,8
Exportacions	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–6,2	–7,9	–1,4
Importacions	30,0	0,7	–6,9	–7,1	–6,8	–8,5	–6,2	3,0	–0,6
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,0	–0,2	–0,5
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	7,2

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	09/23	10/23	11/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–2,7	–2,7	–1,9	–1,8	–2,9	–1,1	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,9	2,2	2,0	0,4	–1,2	–4,8	–6,9	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–17,7	–17,8	–16,9
Sentiment econòmic	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,4	93,5	93,8
PMI manufactures	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,4	43,1	44,2
PMI serveis	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	48,7	47,8	48,7
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	6,5	6,5	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	7,3	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,6	7,8	...
PIB real *(variació interanual)*	6,1	3,5	1,8	1,3	0,6	0,0	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	3,3	1,9	0,8	–0,2	0,1	–0,4	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	0,8	0,9	1,2	0,6	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,1	–	–	–

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	09/23	10/23	11/23
General	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	4,3	2,9	2,4
Nucli	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,5	4,2	3,6

Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Saldo corrent	3,1	–0,7	–0,7	–0,5	0,3	2,0	2,0	...	...
Alemanya	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	8,6	...	...
França	0,4	–2,0	–2,0	–1,9	–1,8	–2,0	–2,0	–3,2	...
Itàlia	2,4	–1,5	–1,5	–1,4	–1,1	–0,1	–0,1	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	95,5	95,0	95,2

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	09/23	10/23	11/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	0,2	–0,3	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,8	0,6	...
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	5,2	...
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	4,8	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	1,4	–3,9	–8,1	–11,3	–11,4	–11,5	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,9	21,4	...
Instruments negociables	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	19,9	22,9	...
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	3,3	...

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.*

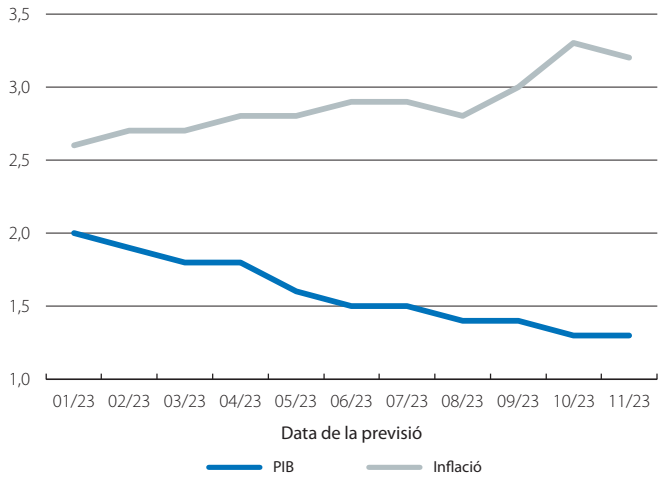
L'economia espanyola manté un ritme de creixement similar al del trimestre anterior

Acomiadem un 2023 millor del previst, però el 2024 s'anticipa carregat de reptes. L'any passat, a aquestes mateixes altures de l'any, les previsions per a la nostra economia no eren precisament esperançadores. Sumits encara en una greu crisi energètica, al desembre del 2022, el consens d'analistes presagiava un creixement del PIB al voltant del 0,8% per al conjunt del 2023 i considerava, fins i tot, algun trimestre en negatiu en els primers compassos de l'any. Afortunadament, aquests pronòstics no es van complir, i tot fa pensar que l'any es tancarà amb un molt respectable creixement del 2,4%, gràcies, en gran part, al fet que la crisi energètica es va esvair amb més rapidesa de la que s'esperava i al fort impuls del sector exterior. Així i tot, el fort augment acumulat dels tipus d'interès que s'ha produït des del juliol del 2022, de 450 p. b., fa preveure que l'economia començarà el 2024 arrossegant els peus. La rapidesa i la intensitat amb què el BCE ha hagut d'apujar els tipus s'han anat reflectint en les revisions de les previsions dels analistes per al 2024. Així, si al començament del 2023 el consens d'analistes preveia un creixement del PIB per al 2024 pròxim al 2%, al novembre del 2023, el situa en l'1,3%, una xifra molt pròxima a la de CaixaBank Research, de l'1,4%. No obstant això, malgrat que l'impacte de la pujada de tipus d'interès serà important, l'economia continuarà disposant d'elements de suport que li permetran continuar creixent, tot i que a un ritme menor. Destaquen, en particular, la fortalesa del mercat laboral, que consolida la confiança i l'evolució dels ingressos de les llars, i el suport dels fons europeus.

Els principals indicadors d'activitat disponibles mostren un comportament estable en relació amb el trimestre anterior. Així, l'índex PMI per al sector serveis va registrar una mitjana de 51,1 punts entre l'octubre i el novembre, una xifra molt similar a la del 3T, de 50,9 punts, i lleugerament per damunt del llindar que marca creixement. En contraposició, l'indicador homòleg per al sector manufacturer es va afeblir lleugerament i va registrar una mitjana de 45,7 punts des de l'inici del trimestre, per sota dels 47,3 punts del trimestre anterior. Per la seva banda, la producció industrial, fins a l'octubre, ha crescut el 0,1% en relació amb la mitjana del trimestre anterior (el –0,6% intertrimestral en el 3T), i les vendes al detall, també fins a l'octubre, s'han mantingut planes en termes intertrimestrals. Pel que fa al conjunt d'indicadors de consum, sembla que el segment de duradors va millor, amb un augment de les matriculacions de vehicles del 6,5% intertrimestral amb dades fins al novembre, en relació amb l'augment del 4,8% del trimestre anterior. Així mateix, l'indicador de consum de CaixaBank Research, basat en dades de targetes, mostra un repunt de la despesa al novembre després de l'ensopegada de l'octubre. Així, al novembre, la despesa va créixer el 7,0% interanual, per damunt de la mitjana de creixement del 3T, del 5,5%. Finalment, tal com ho veurem tot seguit, el mercat laboral continua generant ocupació, malgrat que ho fa a una taxa lleugerament inferior, del 0,1% intertrimestral amb dades fins al novembre, en relació amb el 0,2% que es va registrar en el 3T. Així, amb els seus matisos, el quadre d'indicadors mostra un

Espanya: previsions del consens d'analistes per al 2024

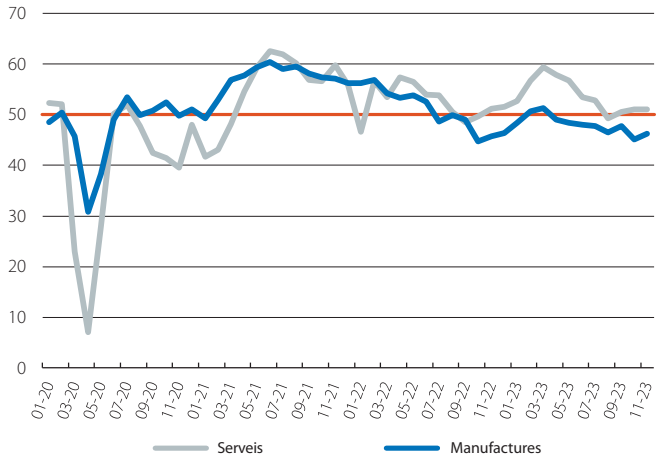
Variació anual (%)



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

Espanya: PMI

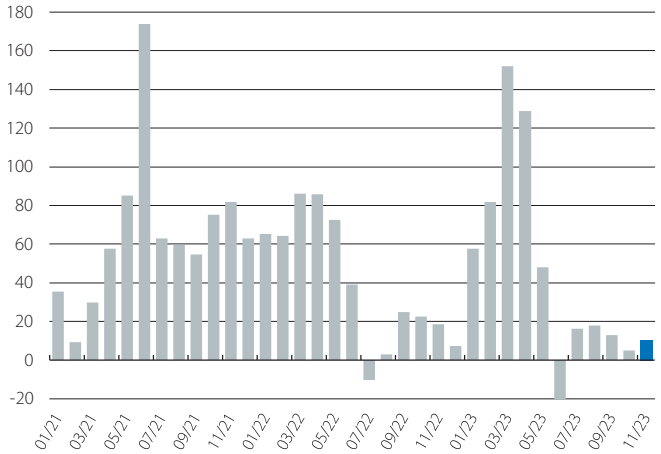
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

*Variació intermensual (milers) **



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

comportament similar al del trimestre anterior, de manera que també és raonable esperar un creixement del PIB similar (el PIB va créixer el 0,3% intertrimestral en el 3T).

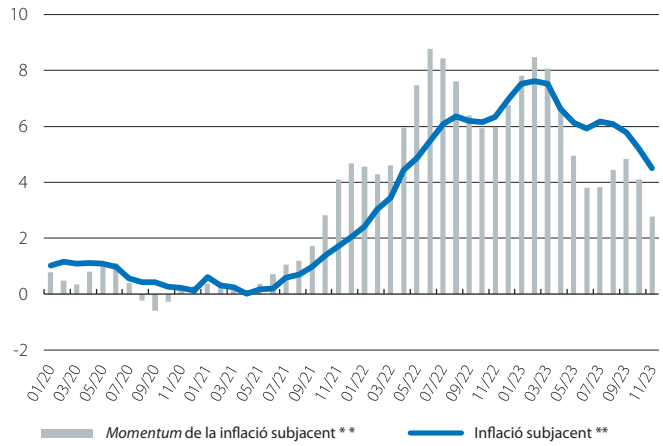
El mercat laboral manté un bon comportament malgrat la desacceleració de l'activitat. Tot i que els afiliats van caure al novembre (–11.583 persones), com és habitual a l'inici de la temporada baixa al sector turístic, en termes desestacionalitzats es continua creant ocupació (+10.348), i la xifra d'aturats es continua reduint (–24.573 persones). D'aquesta manera, la xifra total d'afiliats, sense desestacionalitzar, assoleix els 20.806.074 treballadors, 522.443 més que fa un any, i la taxa interanual s'estabilitza en el 2,6%.

La inflació continua donant senyals de moderació. Després del repunt de la inflació durant el 3T, impulsada, en part, pel fort augment del preu del petroli produït entre el juliol i el setembre, tant a l'octubre com al novembre, hem vist senyals de moderació. Així, a l'octubre, la inflació va frenar la tendència a l'alça i es va estabilitzar en el 3,5% i, al novembre, va disminuir en 0,3 p. p., fins a situar-se en el 3,2%. Tot i que aquestes dades són degudes, en part, al fet que els preus del petroli s'han moderat (el preu del Brent cotitza al voltant dels 82 dòlars/barril, en relació amb els 95 del final de setembre), no tot es pot atribuir a aquest canal. Així, la inflació subjacent, que exclou el component energètic i els aliments no processats, també ha mostrat una tendència clara de moderació i, al novembre, es va situar en el 4,5%, després de registrar el 5,2% a l'octubre i el 5,8% al setembre. Així mateix, analitzant el *momentum* de la inflació subjacent, una mesura que reflecteix millor les pressions recents sobre els preus, veiem que, al novembre, es va situar en el 2,8%, la qual cosa apuntaria a una senda descendent de la taxa interanual de la subjacent en els propers mesos.

La balança per compte corrent continua millorant al setembre. El compte corrent, en termes acumulats de 12 mesos, va presentar un superàvit del 2,65% del PIB al setembre, la qual cosa representa el major superàvit des del març del 2018. En la comparativa interanual, la millora del saldo, en percentatge del PIB, assoleix els 2,26 punts, gràcies a la millora del saldo comercial de béns i serveis, de 3,18 p. p., que compensa amb escreix el deteriorament de 0,91 p. p. del saldo de rendes, afectat per l'augment dels tipus d'interès. Quant al saldo comercial, les millores han estat generalitzades, tot i que destaca la correcció del dèficit energètic, que ha disminuït en 1,08 p. p. a causa de la forta caiguda dels preus de l'energia i explica prop del 35% de la millora del saldo comercial.

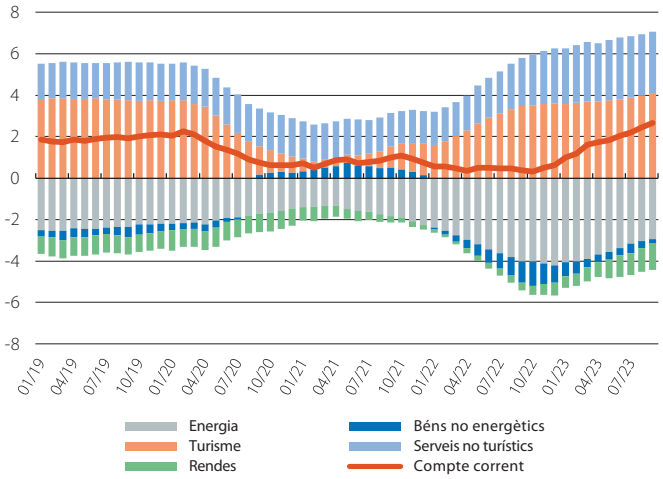
El preu de l'habitatge interromp la senda de desacceleració en el 3T 2023. Tant el valor de taxació com el preu de transacció de l'habitatge lliure van continuar anotant creixements positius en el 3T 2023 i es van accelerar en relació amb el trimestre precedent (l'1,1% intertrimestral *vs*. el 0,3% del 2T el valor de taxació i el 2,5% intertrimestral *vs*. el 2,1% del 2T el preu de transacció). D'aquesta manera, les taxes interanuals s'acceleren fins al 4,2% des del 3,0% del 2T, en el cas del valor de taxació, i fins al 4,5% des del 3,6%, segons el preu de transacció. Aquesta resiliència del preu de l'habitatge reflectiria que, malgrat la pèrdua d'embranzida de la demanda, amb una caiguda de les transaccions del 8,5% des de l'inici de l'any, persisteix una insuficiència d'oferta, afectada pel baix nivell dels visats d'obra nova.

Espanya: inflació subjacent i el seu momentum
(%)



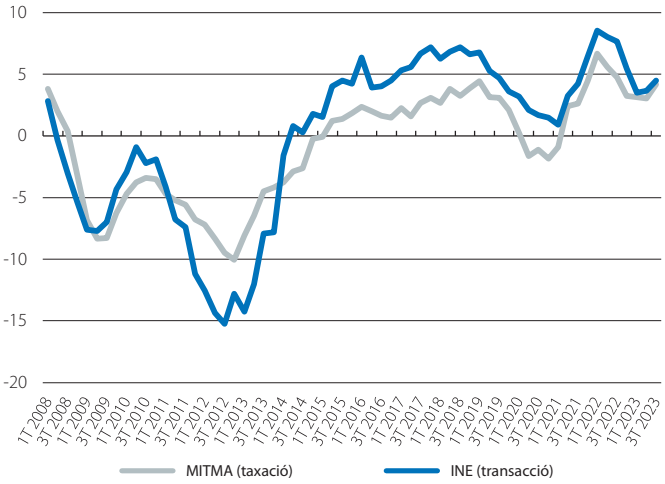
Notes: ** El* momentum *de la inflació subjacent és la variació mòbil dels tres últims mesos sobre els tres mesos anteriors. ** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: saldo del compte corrent
Acumulat de 12 mesos (% del PIB)



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

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



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

La intensitat exportadora dels sectors a Espanya

Quin és l'estat del sector exterior a Espanya i quina ha estat la seva evolució recent? En aquest Focus, analitzem els canvis en la intensitat exportadora dels diferents sectors de l'economia espanyola dedicats a béns i serveis no turístics.[1]

Entre el 2016 i el 2021,[2] període per al qual existeix informació detallada, les vendes a l'exterior de les empreses espanyoles van augmentar el 20%, amb creixements notables tant de les exportacions de béns (el 21%) com dels serveis no turístics (el 19%). L'increment ha estat generalitzat, ja que el 78% dels sectors analitzats van experimentar un augment de les vendes a l'exterior durant el període. Aquest augment es correspon amb una ampliació de la base exportadora, tant geogràfica, amb un augment de les vendes als mercats extracomunitaris del 36%, en relació amb el 10% de les corresponents als mercats de la UE durant el mateix període, com sectorial, amb un avanç de la internacionalització de les activitats que abans amb prou feines realitzaven operacions a l'exterior.

Quins sectors venen més a l'exterior?

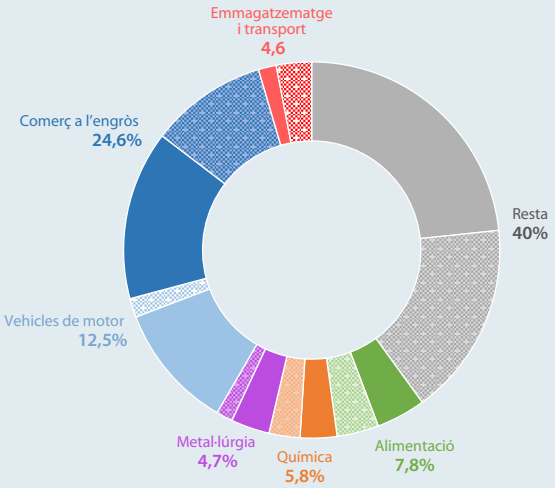
Malgrat la millora generalitzada de les vendes a l'exterior a la majoria de sectors, les exportacions espanyoles presenten un alt nivell de concentració en sis sectors (indústries de l'alimentació, metal·lúrgiques, químiques, fabricació de vehicles de motor, emmagatzematge i transport, i comerç a l'engròs), responsables del 60% de tota la facturació exterior de les empreses espanyoles.

Si ens fixem en l'evolució entre el 2016 i el 2021, destaca l'augment del pes en les exportacions espanyoles del sector d'emmagatzematge i transport (+1,6 p. p.), mentre que la indústria de l'automoció ha reduït el seu pes (–3 p. p.).

Intensitat exportadora: cap a una anàlisi més granular

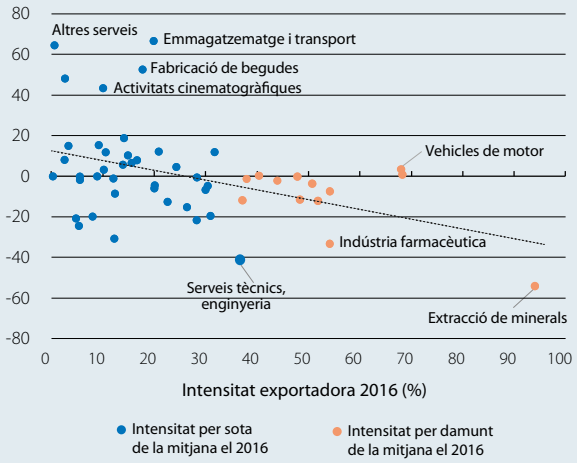
Tot i que són reveladores, les dades presentades més amunt no exposen la rellevància dels mercats exteriors per a molts sectors. Atès que la xifra de negocis a l'exterior depèn de la dimensió total del sector, sectors molt exportadors però amb volums de negoci baixos no hi estan representats. Per aprofundir en l'anàlisi, utilitzem una mesura coneguda com intensitat exportadora, és a dir, la ràtio entre la xifra de negoci a l'exterior i la xifra de negoci total de cada sector.[3] D'aquesta manera, podem quantificar la participació que cada sector té en el comerç exterior sense les distorsions causades pel volum total de negoci. Utilitzant aquesta mesura, la intensitat exportadora del conjunt de sectors ha disminuït en 3 p. p. durant el període 2016-2021. Però aquesta reducció s'ha degut, principalment, a la caiguda de la intensitat exportadora de la indústria manufacturera i extractiva, que té un pes elevat en les exportacions, mentre que sectors més petits l'han augmentat de forma considerable, com els de fabricació de begudes (+9 p. p.), les activitats cinematogràfiques (+4 p. p.) i l'emmagatzematge i transport (+13 p. p.), en què les exportacions ja representen un terç del total de vendes.

Espanya: estructura de les exportacions per sectors i per destinacions



Nota: *Les àrees acolorides sense punts denoten el percentatge de les vendes exteriors dirigides a la UE i les àrees amb punts denoten el percentatge fora de la UE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: canvis en la intensitat exportadora
Variació 2016-2021 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de l'Estadística Estructural d'Empreses de Comerç, Serveis i Indústria de l'INE.*

1. S'exclouen, per exemple, serveis turístics com l'hoteleria.
2. Dades de l'Estadística Estructural d'Empreses de Comerç, Serveis i Indústria de l'INE.
3. Definim intensitat exportadora $Int = \frac{Xifra\ Negoci_{exterior}}{Xifra\ Negoci_{total}}$

D'aquesta manera, s'ha produït una convergència entre sectors, i les diferències d'intensitat exportadora entre sectors es troben en mínims. Els sectors amb menys intensitat exportadora[4] a l'inici del període mostren un major creixement (+1 p. p.) durant el període que les que comencen amb més intensitat (–5 p. p.). El sector exterior és ara un mercat més essencial per a més sectors d'activitat i reflecteix l'ampliació de la base exportadora de l'economia espanyola.

Durant el període analitzat, la intensitat exportadora va créixer més en les activitats de serveis no turístics (+1 p. p.) que als sectors de manufactures i comerç de béns, els quals van experimentar, de mitjana, una reducció de la intensitat exportadora (–3 p. p.), que consolida els serveis no turístics com un motor important del comerç exterior espanyol.

Trets dels sectors amb elevada intensitat exportadora

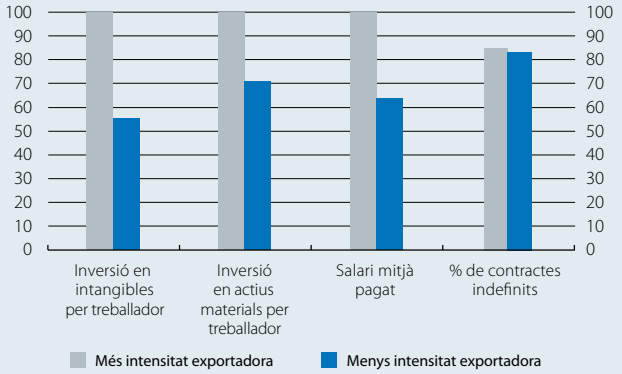
Les característiques empresarials observades en sectors en què la intensitat exportadora se situa per damunt de la mitjana són marcadament diferents que les observades en sectors amb menys intensitat.

En concret, les empreses en sectors amb més intensitat exportadora inverteixen més, tant en actius materials com en actius intangibles, i contribueixen, en el segon cas, a una major formació de capital humà. Creen més ocupació de qualitat, ja que tenen una major part de la plantilla ocupada a temps indefinit (tot i que la diferència és petita), i gasten més en salaris i en cotitzacions per empleat. Addicionalment, els sectors amb més intensitat exportadora tenen, de mitjana, un nombre molt major de grans empreses (el 3%) que els sectors amb menys intensitat exportadora (el 0,3%).

Erik Solé

Espanya: característiques empresarials en funció de la intensitat exportadora

(100 = dades per a empreses amb més intensitat exportadora) *(p. p. per a contractes indefinits)*



Nota: *Els sectors amb més intensitat exportadora denoten els sectors de l'economia espanyola en què la intensitat exportadora es troba per damunt de la mitjana de tots els sectors considerats l'any 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del MISSM.*

4. De la mostra de 51 sectors, els 25 amb menys intensitat exportadora.

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	09/23	10/23	11/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,8	0,8	1,3	–1,8	–2,2	–1,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,8	–5,3	–4,4	–5,3	–8,3	–8,7	–8,6	–9,7
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	47,7	45,1	46,3
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	15,4	2,6	–1,8	1,7	4,2	3,6	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	–3,0	–5,7	...	...
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	21,8	19,7	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	50,5	51,1	...
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,9	2,0	6,7	6,1	6,9	6,3	5,0	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	2,3	18,1	7,0
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–27,9	–22,7	–19,2	–15,8	–20,3	–19,8	–19,6
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	2,7	2,6	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	09/23	10/23	11/23
General	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	3,5	3,5	3,2
Subjacent	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	5,8	5,2	4,5

Sector exterior

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	4,5	4,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	–1,2	–1,2	...	...
Saldo corrent	**9,3**	**8,2**	**8,2**	**22,1**	**28,8**	**37,4**	**37,4**	**...**	**...**
Béns i serveis	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	55,5	55,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	–2,5	–8,1	–8,1	–9,5	–14,5	–18,1	–18,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**20,1**	**20,7**	**20,7**	**36,3**	**42,7**	**50,8**	**50,8**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	–0,3	0,1	...	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	5,0	0,3	–4,0	–6,9	–6,8	–7,7	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–7,3	7,7	40,1	69,5	74,2	79,5	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	–3,2	7,4	6,8	11,3	14,6	14,2	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**3,2**	**2,1**	**0,8**	**0,5**	**1,1**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,5	–0,9	–2,2	–3,4	–3,5	–3,9	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	0,9	–1,0	–2,7	–4,6	–4,8	–5,6	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	0,2	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,3	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–0,1	–0,1	–0,4	0,0	–0,4	–1,0	...
Administracions públiques	15,3	0,2	–1,1	–0,2	–3,3	–4,6	–4,1	–5,9	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,5**	**–4,0**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**3,7**	**3,5**	**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.*

La caiguda de la demanda externa llasta el creixement a Portugal

L'INE confirma una contracció del PIB del 0,2% en el 3T i una desacceleració del creixement interanual fins a l'1,9%. La caiguda del PIB va ser deguda a una contribució negativa al creixement intertrimestral (–1,3 p. p.) de la demanda externa, fruit del retrocés de les exportacions (el –2,3%), tant de béns (el –1,4%) com de serveis (el –3,9%). En el primer cas, es tracta d'una dada puntual, motivada per la paralització de la producció de dues setmanes a Autoeuropa. Per la seva banda, la demanda interna va millorar la seva aportació al PIB fins a 1,0 p. p. (0,4 p. p. procedeixen de l'augment d'existències), gràcies al creixement de la formació bruta de capital fix (el 0,6%) i del consum, tant privat (el 0,5%) com públic (el 0,9%).

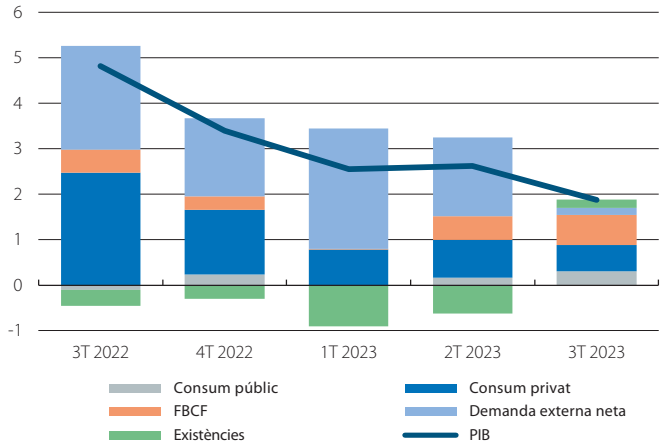
La inflació recula amb força. Les últimes dades són molt positives: l'estimació preliminar del novembre apunta a una inflació general de l'1,6%; cal remuntar-se a l'octubre del 2021 per trobar una taxa inferior al 2%. Malgrat que la dada del novembre s'explica, en part, per l'efecte base en els preus dels aliments, el descens de la inflació s'estén a tota la cistella (els components subjacents van caure el 0,2% mensual). Tot i que esperàvem taxes d'inflació negatives en energia, els preus del Brent han caigut més del que s'esperava, fins i tot després de la pertorbació desencadenada pel conflicte al Pròxim Orient. En conseqüència, esperem que la inflació mitjana del 2023 millori la nostra previsió actual (el 4,6%).

El mercat laboral perd impuls en el tram final de l'any. La creació d'ocupació es va moderar a l'octubre fins a una taxa interanual de l'1,1% i amb una caiguda intertrimestral del 0,2%. Per la seva banda, la taxa d'atur va augmentar 0,1 p. p., fins al 6,7%, tot i que es manté en nivells històricament baixos i coherents amb la mitjana del 2019. El nombre d'acomiadaments va superar els 10.400 a l'octubre, la xifra més alta des del maig del 2022 i per damunt de la mitjana a l'octubre en els cinc anys prepandèmia (879 persones).

La balança corrent es continua recuperant. En els nou primers mesos de l'any, va acumular un superàvit de 3.943 milions d'euros, una millora de 6.890 milions en relació amb l'any anterior, gràcies al menor dèficit de la balança energètica (per la via de les reduccions de preus) i al major superàvit dels serveis, tant turístics com de la resta. Com a percentatge del PIB, estimem que, en aquest període, el compte corrent registrarà un superàvit del 2,0%.

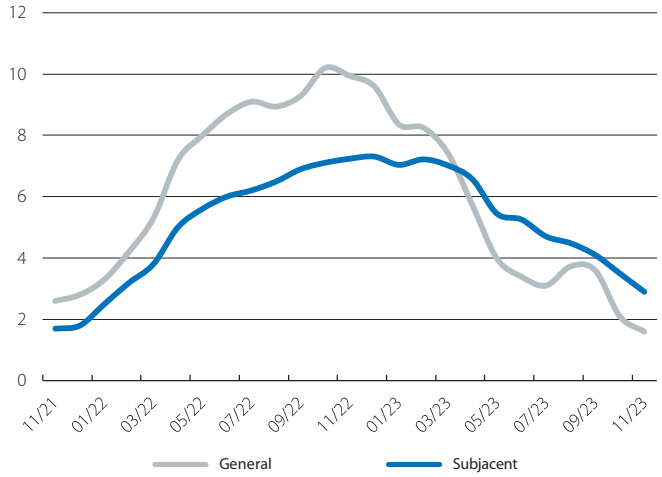
Senyals mixtos del sector turístic en el 3T. En els nou primers mesos del 2023, els ingressos totals dels allotjaments turístics van superar els 4.800 milions d'euros, màxim registrat en aquest període, i, al mes d'agost, les pernoctacions van batre un nou rècord, amb més de 10 milions. No obstant això, el turisme resident anota un comportament més feble: estancament dels turistes en el 3T i descens de les pernoctacions dels turistes residents del 4% interanual. Per al conjunt del 2023, esperem que els principals indicadors turístics superin els registres de l'any prepandèmia; de cara al 2024, preveiem un creixement més modest, en línia amb la desacceleració de l'activitat econòmica dels principals mercats emissors.

Portugal: contribució al creixement interanual del PIB per components
Variació interanual (%) i p. p.



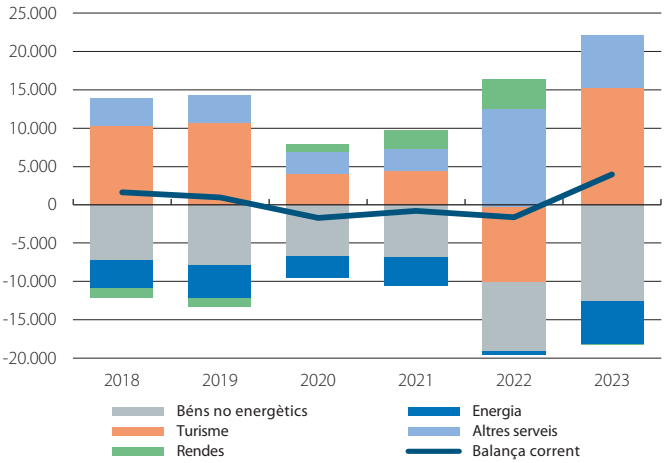
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC
Variació interanual (%)



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

Portugal: balança corrent
(Milions d'euros)



Nota: *Dades del 2023 fins al mes de setembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

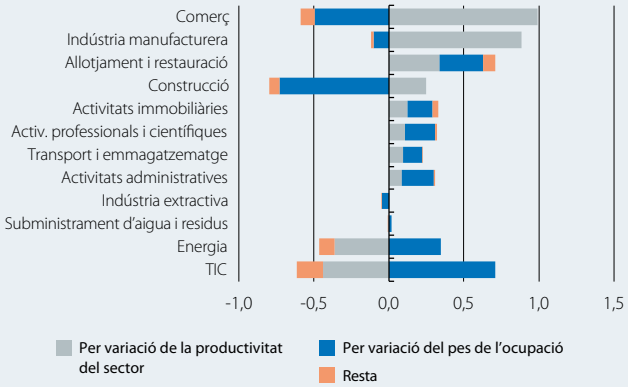
Desentranyant el comportament de la productivitat de l'economia portuguesa

Portugal continua destacant negativament entre els seus homòlegs europeus en termes de productivitat. El 2019, va ocupar la novena posició per la cua entre el conjunt dels països de la UE, amb un *output* generat per treballador equivalent a 26.500 euros,[1] molt per sota d'Espanya (43.400 euros) o d'Estònia (que, el 2010, estava el 18% per sota de Portugal i, el 2019, el 23% per damunt, amb 32.700 euros per treballador). Tot i que la productivitat portuguesa ha augmentat el 10% en els 10 últims anys, la qual cosa implica un creixement mitjà anual proper a l'1%, es tracta del quart pitjor resultat de tota la UE.

La productivitat total de l'economia pot millorar per dues vies: mitjançant l'augment de la productivitat als diferents sectors d'activitat econòmica o mitjançant moviments d'ocupació des dels sectors menys productius cap a uns altres amb més nivell de productivitat. En aquest Focus, analitzem quina ha estat la base de la millora de la productivitat a Portugal entre el 2010 i el 2019.

Portugal: contribució de cada factor i sector a l'augment de la productivitat total entre el 2010 i el 2019

(p. p.)



Notes: *L'augment de la productivitat entre el 2010 i el 2019 va ser del 10,3%. Aquest gràfic mostra la contribució de cada factor i sector d'activitat a aquesta variació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

La millora de la productivitat individual als diferents sectors econòmics ha estat el principal factor...

A Portugal, la millora de la productivitat total de l'economia entre el 2010 i el 2019 es va produir tant pel canvi en l'estructura de l'ocupació per sectors com, sobretot, per la millora de la productivitat a gairebé tots els sectors econòmics.

Al primer gràfic es pot apreciar que el comerç va ser el sector amb una major contribució a l'augment de la productivitat total durant el període analitzat, amb un augment del valor afegit brut (VAB) de més del 18% i amb una caiguda de l'ús del 0,5%. El comerç va anar seguit de prop per la indústria manufacturera, amb augments del VAB i de l'ús al voltant del 25% i del 8%, respectivament. A més a més, l'allotjament i restauració i la construcció, per aquest ordre, van contribuir positivament a millorar la productivitat, tot i que ho van fer en menor mesura que els dos sectors anteriors.

D'altra banda, va haver-hi dos sectors amb contribucions negatives a la productivitat de Portugal: les TIC i el subministrament d'energia. En el primer cas, tant el VAB com l'ocupació van augmentar de forma significativa, però l'augment de l'ocupació va ser clarament superior, gairebé el 54%; en el cas de l'energia, l'ocupació va augmentar de manera rellevant, però el VAB va disminuir lleugerament. No obstant això, i malgrat aquesta caiguda de la productivitat, superior al 20% en els dos casos, aquests dos sectors continuen sent els més productius de l'economia portuguesa.

També és important destacar que, a més d'aquests dos sectors, els sectors de proveïment i residus d'aigua, transport i emmagatzematge, activitats immobiliàries i manufactures van tenir un nivell de productivitat que va superar la productivitat nacional total. A més a més, el 2019, més del 95% de la població ocupada formava part de sectors en què el nivell de productivitat havia augmentat.

... encara que el canvi en la composició sectorial de l'ocupació també hi ha jugat a favor

La contribució del canvi en la composició sectorial de l'ocupació a l'augment de la productivitat ha estat menor que l'efecte esmentat més amunt, però també ha estat positiva, a diferència del que ha succeït, per exemple, a Espanya.[2] Si l'estructura de l'ocupació observada el 2010 s'hagués mantingut sense canvis el 2019, la productivitat nacional total seria l'1,5% inferior a la que s'ha assolit.

1. L'anàlisi realitzada en aquest Focus se centra únicament en els sectors que componen l'economia de mercat considerats per Eurostat i exclou les activitats financeres i d'assegurances, la qual cosa implica que també queden excloses les Administracions públiques i l'agricultura i pesca. L'elecció d'aquest període sorgeix de la informació disponible en les estadístiques estructurals d'empreses d'Eurostat, només fins al 2020, any que excloem de la nostra anàlisi a causa de les distorsions provocades per la pandèmia.

2. El canvi en la composició sectorial de l'ocupació a Espanya va tenir una contribució negativa, de –1,2 p. p., a l'evolució de la productivitat total al país; és a dir, el 2019, la productivitat hauria estat l'1,2% major si s'hagués mantingut l'estructura de l'ús del 2010. Per a més informació, vegeu el Focus «L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola», a l'IM11/2023.

Aquesta situació s'explica, principalment, per l'augment de l'ocupació a les TIC,[3] el segon sector amb major nivell de productivitat per treballador (el 105% per damunt de la productivitat nacional). Tot i que van fer-ho en menor mesura, els augments de l'ocupació en energia i allotjament i restauració també van contribuir de forma positiva a l'augment de la productivitat. D'altra banda, els sectors de la construcció i el comerç hi van contribuir de forma negativa, perquè va haver-hi una caiguda de l'ocupació en aquests dos sectors.

Aquesta anàlisi de la composició de l'ocupació ens permet anar més enllà en les nostres conclusions. De fet, el canvi sectorial en l'ocupació podria haver tingut un impacte més positiu si el creixement de l'ocupació s'hagués canalitzat cap a sectors més productius. A tall d'exemple, si l'ocupació creada al sector d'allotjament i restauració s'hagués canalitzat cap a un sector amb un nivell de productivitat més elevat, per exemple les TIC, l'augment de la productivitat podria haver assolit el 15%.

La comparació amb Finlàndia ens situa en una mala posició

L'augment de la productivitat de l'economia portuguesa entre el 2010 i el 2019 (el 10,3%) se situa per sota de l'augment observat a l'economia finlandesa en el mateix període (el 13,4%).[4] En conseqüència, el diferencial de productivitat entre les dues economies s'ha ampliat: la productivitat de l'economia portuguesa era aproximadament el 60% inferior a la de Finlàndia el 2010 i ha empitjorat fins a situar-se el 61% per sota el 2019.

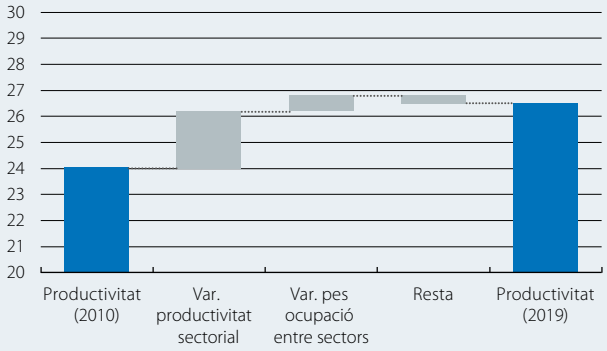
La major part d'aquesta diferència s'explica per la menor productivitat dels sectors d'activitat a Portugal, sobretot a la indústria manufacturera, al comerç i a la construcció. En canvi, els sectors més pròxims en termes de productivitat van ser la indústria extractiva i el subministrament d'energia. Si Portugal tingués l'especialització laboral de Finlàndia, la productivitat de l'economia portuguesa seria el 13,5% superior; és a dir, el diferencial de productivitat de l'economia nòrdica es reduiria al 55,6% (així i tot, es mantindria una bretxa considerablement elevada). No obstant això, si els sectors econòmics de Portugal tinguessin una productivitat equivalent a la registrada en els mateixos sectors a Finlàndia i si mantinguéssim l'estructura d'ocupació de Portugal el 2019, la diferència es reduiria fins al voltant del 6%.

En definitiva, Portugal s'enfronta a importants reptes en matèria de productivitat, que revelen una escassa capacitat per generar valor en comparació amb altres països europeus. És fonamental implementar estratègies i inversions específiques per impulsar un millor funcionament econòmic del país i per millorar el nivell de vida de la població, i això s'ha de fer sense demores, ja que si, en els 10 propers anys, la productivitat als diferents països europeus evoluciona al mateix ritme que ho ha fet entre el 2010 i el 2019, Portugal cauria al penúltim lloc de la UE, només per davant de Grècia.

Vânia Duarte

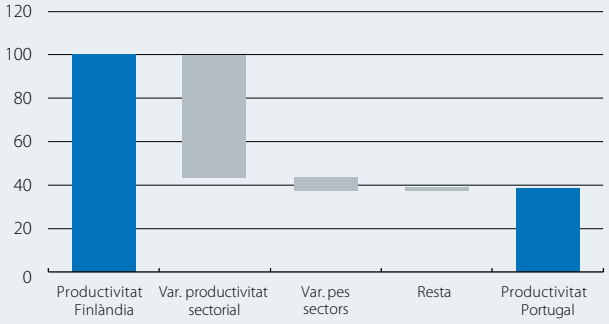
3. L'ocupació en aquest sector va passar del 2,5% de l'ocupació total de l'economia el 2010 al 3,5% el 2019.
4. L'elecció de Finlàndia per fer la comparació amb Portugal s'explica pel pes similar del seu PIB sobre el conjunt de la zona de l'euro.

Portugal: desglossament del creixement de la productivitat entre el 2010 i el 2019
(Milers d'euros per treballador)



Nota: *Hem desglossat l'augment de la productivitat entre el 2010 i el 2019 en (1) la variació en la productivitat a cada sector i (2) la variació del pes de l'ocupació als sectors d'activitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Portugal i Finlàndia: desglossament del diferencial de productivitat el 2019
(100 = Finlàndia)



Nota: *Hem desglossat la diferència de productivitat entre Portugal i Finlàndia en (1) la diferència de productivitat a cada sector i (2) la diferència en el pes de l'ocupació als diferents sectors d'activitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

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	09/23	10/23	11/23
Índex coincident d'activitat	3,6	5,8	4,2	4,0	4,2	4,2	4,0	2,8	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,4	–0,3	1,0	–5,0	–4,7	–6,3	–1,0	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–6,3	–5,0	–5,6	–9,4	–9,7	–10,2	–9,1
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	6,2	13,6	9,0	–1,2	–63,6	8,4	...	...
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	7,8	8,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,9	24,9	22,1	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	2,8	–0,8	–1,0
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,5	1,2	0,7	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	2,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–37,0	–35,1	–29,4	–22,8	–22,9	–25,1	–28,2
Mercat de treball									
Població ocupada	2,2	2,3	1,2	1,4	2,8	2,2	1,5	1,1	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,7	6,2	6,6	7,2	6,1	6,1	6,6	6,7	...
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	09/23	10/23	11/23
General	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,6	2,1	1,6
Subjacent	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,1	3,5	2,9

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

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	09/23	10/23	11/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	6,4	0,5	–2,1	–2,6	–2,6	–2,7	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	7,3	–3,1	–9,0	–9,4	–9,4	–11,4	...
A termini i preavís	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	6,9	6,9	9,3	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	5,5	5,5	8,3	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**6,5**	**0,8**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,4**	**–2,4**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,8	1,8	0,0	–1,2	–2,0	–2,0	–2,3	...
Empreses no financeres	2,2	–0,4	–0,4	–2,1	–3,5	–3,8	–3,8	–4,3	...
Llars - habitatges	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	–0,9	–0,9	–1,2	...
Llars - altres finalitats	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	–0,8	–0,8	–0,6	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	–2,7	–2,0	0,6	–1,4	–1,4	–3,1	...
TOTAL	**2,9**	**1,7**	**1,7**	**–0,1**	**–1,1**	**–2,0**	**–2,0**	**–2,3**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**3,1**	**...**	**–**	**–**	**–**

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

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

Et recomanem:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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

Monitor de consum

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

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