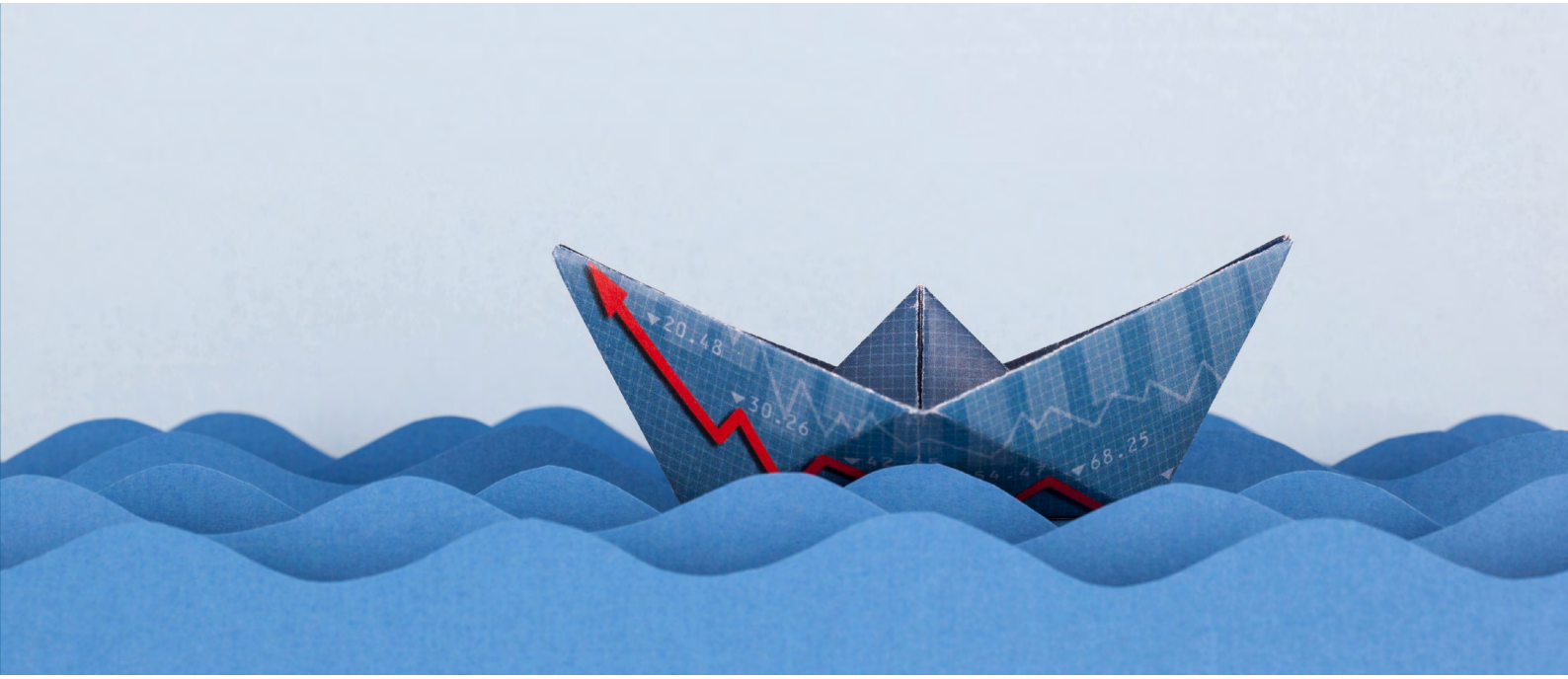
IM02

INFORME MENSUAL
NÚMERO 486 | FEBRER 2024



ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
Canvis en les expectatives de política monetària dels mercats financers

ECONOMIA INTERNACIONAL
Any electoral als EUA

ECONOMIA PORTUGUESA
Les empreses portugueses mantenen l'impuls exportador

ECONOMIA ESPANYOLA

Tresor 2024: la major participació d'inversors domèstics i de no residents absorbirà les majors necessitats de finançament

L'avanç de la renda disponible enforteix la situació financera de les llars espanyoles

La despesa en rebuts de les llars espanyoles el 2023, un respir després d'un 2022 d'infart

Impacte sobre els comptes públics de l'extensió parcial de les mesures antiinflació el 2024

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Febrer 2024

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 febrer de 2024

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Canvis en les expectatives de política monetària dels mercats financers*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Any electoral als EUA*
Ricard Murillo Gili

18 ECONOMIA ESPANYOLA

20 *Tresor 2024: la major participació d'inversors domèstics i de no residents absorbirà les majors necessitats de finançament*
Javier Garcia-Arenas

22 *L'avanç de la renda disponible enforteix la situació financera de les llars espanyoles*
Javier Garcia-Arenas

24 *La despesa en rebuts de les llars espanyoles el 2023, un respir després d'un 2022 d'infart*
Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

26 *Impacte sobre els comptes públics de l'extensió parcial de les mesures antiinflació el 2024*
Javier Garcia-Arenas

29 ECONOMIA PORTUGUESA

30 *Les empreses portugueses mantenen l'impuls exportador*
Teresa Gil Pinheiro

Un bon 2023. I el 2024?

Tot feia pensar que el 2023 seria un any difícil per a l'economia espanyola. Quan va començar, CaixaBank Research pronosticava un creixement de l'1,0% i ressaltava els riscos a la baixa que envoltaven l'escenari. El consens d'analistes era una mica més pessimista i esperava que l'avanç de l'activitat seria inferior. Finalment, l'economia espanyola va tancar el 2023 amb un creixement del 2,5%, molt per damunt del que s'esperava.

Les sorpreses a l'alça van ser constants al llarg de l'any. L'economia no solament va aconseguir evitar la recessió, sinó que va mantenir un ritme d'avanç notable i, lluny de perdre tracció, va tancar l'exercici amb una lleugera acceleració. En l'últim trimestre, el creixement va repuntar fins al 0,6% intertrimestral, en relació amb el 0,5% anotat, de mitjana, en els cinc trimestres precedents.

Quan comparem aquestes xifres amb les de la majoria de països desenvolupats, i en especial els europeus, el missatge es torna encara més positiu. En un context de crisi energètica, d'inflació elevada i de tipus d'interès a l'alça, l'avanç de la zona de l'euro es va quedar finalment en el 0,5%, i algun país, com Alemanya, va anotar una lleugera reculada de l'activitat. A diferència de l'economia espanyola, l'europea sí que va seguir de prop el guió previst.

El 2024, l'economia espanyola serà capaç de mantenir aquest ritme d'avanç? La valoració dels diferents factors que van impulsar l'activitat l'any passat ens hauria de donar algunes pistes. El creixement del PIB del 2023 va ser impulsat gairebé a parts iguals pel consum de les llars, pel consum públic i pel sector exterior. En concret, van aportar al creixement 1 p. p., 0,8 p. p. i 0,9 p. p., respectivament. Per arribar al 2,5% que va avançar el conjunt de l'economia, cal tenir en compte la caiguda de la inversió, que va restar 0,1 p. p. al creixement del PIB. A més a més, a vegades, els segons decimals no faciliten que surtin els comptes quan s'arrodoneixen les xifres a un sol decimal.

Pel que fa al sector exterior, va ser un dels principals impulsors de l'economia a l'inici de l'any. Les exportacions de béns i de serveis van arribar a créixer prop d'un 10% en el 1T 2023. Però es van anar desaccelerant a mesura que els principals socis comercials s'afeblien i van tancar l'any amb un avanç de l'1,2% interanual. El feble context internacional i, en especial, l'atonia dels països europeus no conviden a l'optimisme. El 2024, s'espera que vagin de menys a més, però, en el conjunt de l'exercici, probablement mantindran un creixement similar al del 2023. Així, és poc probable que les exportacions recuperin el vigor que van mostrar al començament de l'any passat.

El consum públic, probablement, tampoc no podrà continuar creixent de forma tan dinàmica. Les noves regles fiscals europees, tot i que són més flexibles que les anteriors, recorden la importància de sanejar els comptes públics quan es forma part d'una unió monetària, i el Govern ja va fixar com a objectiu assolir un dèficit públic del 3,0% del PIB enguany. Encara falta conèixer el detall dels nous pressupostos, i tampoc es coneix el dèficit amb què es va tancar el 2023. Però pot servir com a referència que, en el 3T 2023, el dèficit públic del conjunt de les Administracions (acumulat de quatre trimestres) es va situar encara per damunt del 4%. L'ajust que s'haurà de dur a terme enguany per complir l'objectiu serà notable.

Tot això podria quedar parcialment compensat per un major dinamisme del consum de les llars. La fortalesa del mercat laboral, juntament amb un creixement notable dels salaris, va permetre que la renda de les llars cresqués per damunt del 10% en el 3T 2023 i que la taxa d'estalvi repuntés. Així, la situació financera del conjunt de les llars, menys tensionada del que s'esperava, juntament amb una inflació i amb uns tipus d'interès que, probablement, es reduiran una mica més ràpidament del previst, hauria de permetre que el consum continuï creixent de forma dinàmica enguany. A més a més, és raonable pensar que la inversió deixarà de caure amb les baixades que es preveuen de tipus d'interès i amb els avanços en el desplegament dels fons NGEU.

CaixaBank Research preveu un creixement de l'1,4% per al 2024, però comencem l'any assenyalant els riscos a l'alça. Les bones dades de creixement del 4T 2023 i la millora en les perspectives de consum de les llars ens portaran a revisar el creixement i a situar-lo prop del 2,0%. No obstant això, per superar els bons registres del 2023, la millora de la inversió hauria de ser substancial. Això seria una gran notícia, i no solament per al bon funcionament de l'economia a curt termini. L'ampliació i la modernització de l'estoc de capital és clau perquè millori la productivitat i perquè el creixement sigui sostenible a mitjà i a llarg termini.

Oriol Aspachs
Febrer del 2024

Cronologia

GENER 2024

11 La NASA confirma que, el 2023, va ser l'any més càlid des que hi ha registres (1880).
19 El Japó es converteix en el cinquè país que aterra a la Lluna.

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%.

DESEMBRE 2023

13 La COP28 (conferència de les Nacions Unides sobre el canvi climàtic) acaba amb el compromís de transitar per deixar enrere els combustibles fòssils.
20 El Consell Europeu aprova la reforma de les regles fiscals de la UE.

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).

Agenda

FEBRER 2024

1 Portugal: producció industrial (desembre).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (gener).
2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
7 Portugal: ocupació i atur (4T).
9 Portugal: xifra de negocis del sector serveis (desembre).
12 Portugal: costos laborals (4T).
15 Japó: PIB (4T).
19 Espanya: comerç exterior (desembre).
23 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
28 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
29 Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).

MARÇ 2024

1 Portugal: ràting S&P.
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (febrer).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
11 Portugal: comerç internacional (gener).
15 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
Espanya: ràtings Moody's i S&P.
19-20 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
21-22 Consell Europeu.
22 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
Portugal: ràting Fitch.
25 Portugal: agregats de les AP (2023).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
26 Espanya: avanç del PIB (4T).
27 Espanya: avanç de l'IPC (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
28 Portugal: cartera de crèdits i dipòsits (febrer).

Sorpreses, resiliència i bancs centrals

La publicació de les dades d'activitat del 4T ha confirmat que l'economia mundial va tancar l'any passat amb una combinació de creixement i d'inflació molt millor del que s'anticipava al començament de l'exercici. El 2023, en països com els EUA o Espanya, les taxes de creixement mitjà es van situar en el 2,5%, quan 12 mesos enrere la previsió del consens d'analistes se situava en la banda del 0,5%-1%, moment en què s'assignava una probabilitat elevada a un esdeveniment recessiu als EUA, basada en senyals com la inversió del pendent de la corba de tipus d'interès. Igualment, al front de la inflació, la tendència, durant els últims mesos, ha estat molt més benigna que la majoria de les projeccions, gràcies a l'esvaïment del xoc energètic i a la desaparició gradual dels seus efectes indirectes, mentre esperem que les dades d'evolució salarial confirmin que els efectes de segona ronda continuen sota control.

Per tant, en un entorn caracteritzat, des del 2020, per l'acumulació de pertorbacions negatives, la sorpresa positiva del 2023 va tornar a ser la resiliència del cicle de negocis mundial, entesa com «la capacitat d'adaptació d'un ésser viu enfront d'un agent pertorbador o un estat o situació adversos» (primera accepció de la RAE). Com el mateix president de la Fed reconeixia recentment, és molt inusual, des d'un punt de vista històric, que l'enduriment monetari aplicat en els dos últims anys no hagi provocat efectes molt més intensos en l'activitat i, sobretot, en l'ocupació. En aquest context, s'entén que els bancs centrals no hagin intentat contrarestar (o, almenys, no contundentment) en les seves últimes reunions l'important moviment de relaxament de les condicions financeres de les últimes setmanes, que implica anticipar, per part dels inversors, un procés de desinflació immaculat. Les últimes dades d'inflació parlen per si mateixes i reflecteixen tant les millores pel costat de l'oferta (més enllà de les pertorbacions de curt abast provocades pel risc geopolític) com la rapidesa amb què aquesta vegada s'ha transmès l'enduriment monetari a la demanda, mitjançant el canal creditici.

La pregunta és què pot alterar el full de ruta que anticipen els mercats financers per als bancs centrals. I, més enllà del sempre complex calibratge dels riscos geopolítics (amb l'inescrutable factor Trump sobrevolant l'escenari a mitjà termini), del territori inexplorat que representa l'última milla en el combat contra la inflació i dels efectes de les divergències cícliques sectorials i regionals (s'haurien de reduir en aquest primer semestre), el risc en places financeres com la nord-americana és morir d'èxit i passar d'un escenari de *soft landing* a un altre de *no landing*. No és el nostre escenari central, però la realitat és que el creixement recent del PIB (el 4% anualitzat en el segon semestre del 2023) o de l'ocupació (gairebé 3 milions de llocs de treball en els 12 últims mesos) se situa clarament per damunt dels potencials, per molt optimistes que siguem amb els efectes de la intel·ligència artificial sobre la productivitat. Ara com ara, el degoteig de dades positives sobre l'activitat dels EUA només s'ha traduït en un retard en l'instant en què els mercats anticipen la primera baixada de tipus per part de la Fed, des de la reunió del març a la del maig o juny, en un descens de les estimacions de baixades acumulades el 2024 (de 150 a 100 p. b.) i en una correcció en les rendibilitats del deute propera als 20 p. b. des de l'inici de l'any, després del *rally* del novembre i del desembre. Moviment que també s'ha produït a Europa. En aquest cas, més per les reticències del nucli dur del Consell del BCE a donar el seu braç a tòrcer tan aviat que per unes dades d'activitat que no acaben de millorar.

En definitiva, un cop incorporat l'escenari de baixades de tipus al radar dels mercats, a partir d'ara, els dubtes se centren en com serà el trajecte de normalització monetària i quin serà el nivell d'arribada. Les opcions són començar aviat i que el ritme el marquin les dades o, en canvi, esperar a tenir senyals definitius que la inflació ha arribat a l'objectiu i, en aquest moment, prefixar una senda en els moviments. En el primer cas, s'assumeix el risc d'alguna sorpresa negativa en el comportament de la inflació, sobretot pel costat de l'oferta, que pugui complicar l'última milla. Mentre que, en el segon cas, es minimitzen els riscos d'efectes de segona ronda i d'un entorn geopolític desafiador (l'Orient Mitjà, eleccions als EUA, etc.), però, a canvi, s'assumeix el risc de passar-se de frenada.

Per tant, la clau per a enguany és si la resiliència de l'economia mundial també complirà la segona accepció de la RAE: «capacitat d'un material, mecanisme o sistema per recuperar el seu estat inicial quan ha cessat la pertorbació a la qual ha estat sotmès». Aquesta normalització dependrà de la capacitat de la política econòmica (monetària i fiscal) per ajustar la demanda a una oferta que continua digerint els efectes de la incertesa geopolítica, dels canvis al mercat de treball o de la recerca generalitzada de l'autonomia estratègica.

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	5,50	4,25	2,50
SOFR 3 mesos	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,40
SOFR 12 mesos	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,15	2,80
Deute públic 2 anys	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	2,80	2,50
Deute públic 10 anys	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	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	3,90	3,45	2,55
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,86	3,19	2,48
Euríbor 3 mesos	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,94	2,94	2,40
Euríbor 6 mesos	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,93	3,00	2,43
Euríbor 12 mesos	3,40	0,86	–0,50	3,02	3,68	3,06	2,45
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,27	–0,69	2,37	2,55	2,50	2,25
Deute públic 10 anys	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,11	2,60	2,50
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,53	–0,45	2,66	2,77	2,82	2,67
Deute públic 5 anys	3,91	2,01	–0,25	2,73	2,75	2,99	2,83
Deute públic 10 anys	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,60	3,30
Prima de risc	11	158	73	105	98	100	80
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,05	–0,64	2,45	2,33	3,04	2,93
Deute públic 5 anys	3,96	3,63	–0,35	2,53	2,42	3,14	3,03
Deute públic 10 anys	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,45	3,30
Prima de risc	19	297	65	97	63,00	85,00	80
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yens per euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	158,00	146,00
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	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	2,5	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	–0,3	0,3	1,4
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	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	2,3	1,8	2,4
Espanya	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,5	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	0,0
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	4,1	2,4	1,7
Zona de l'euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	3,1	2,1
Alemanya	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	3,3	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,9	2,0
Itàlia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanya	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,6	2,2
Japó	–0,3	0,4	–0,2	2,5	3,3	1,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,2	2,6	9,1	7,4	3,6	2,3
Països emergents i en desenvolupament	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,1*	*5,4*
Xina	1,7	2,6	0,9	2,0	0,3	2,0	1,6
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,7	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	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	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,4	52,6	29,0
Polònia	3,2	2,0	5,2	13,2	10,9	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	1,7	1,9	2,2
Consum de les AP	5,0	1,3	3,4	–0,2	3,8	1,7	1,2
Formació bruta de capital fix	5,6	–2,0	2,8	2,4	0,6	2,4	3,0
Béns d'equipament	4,9	–0,8	4,4	1,9	–1,8	3,6	3,1
Construcció	5,7	–3,4	0,4	2,6	2,2	1,4	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	2,8	0,1	0,1
Exportació de béns i serveis	4,7	1,1	13,5	15,2	2,4	–1,6	1,8
Importació de béns i serveis	7,0	–1,0	14,9	7,0	0,3	–0,7	2,4
Producte interior brut	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,5**	**1,4**	**2,0**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,9	7,1	3,7	3,2	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	3,5	3,6	2,2
Costos laborals unitaris	3,0	1,2	1,0	0,9	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**	**2,3**	**1,8**	**2,4**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	2,2	2,2	1,1	0,4	0,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,6	6,5	6,3
Índex de preus de consum	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	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

Inici d'any en positiu dels mercats financers

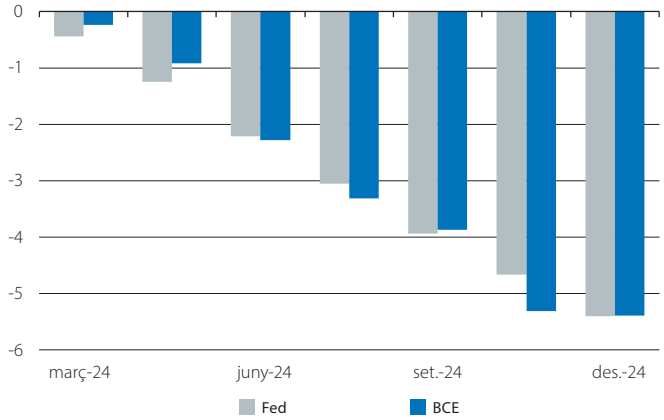
Les expectatives de retallades de tipus d'interès dirigeixen el sentiment dels mercats. Els mercats van iniciar el 2024 amb apetència pel risc, amb el suport de la retòrica de l'aterratge suau a les principals economies avançades i d'una valoració positiva de les dades macroeconòmiques. Així, amb la visió que, ara com ara, els bancs centrals han aconseguit reduir la inflació sense un deteriorament fort de l'activitat econòmica i de l'ocupació, els inversors s'enfoquen en el pròxim pas: les retallades de tipus d'interès per tornar a una política monetària neutra. Els mercats van mantenir una lectura *dovish* dels bancs centrals i, en conseqüència, esperen les primeres retallades a la primavera i descompten, en el conjunt del 2024, un total de cinc baixades (de 25 p. b. cadascuna) tant a la zona de l'euro com als EUA. Aquestes expectatives van impulsar un to positiu en la renda variable, que, a més a més, es va veure reforçat per la publicació dels beneficis empresarials, que, en general, van ser millor del que esperava el consens d'analistes.

La Fed i el BCE veuen probables futures baixades de tipus, però es mantenen cauts. No va haver-hi sorpreses després de les reunions del gener, quan els bancs centrals de les principals economies avançades van mantenir, de nou, els tipus d'interès en els nivells actuals (el BCE va mantenir el tipus *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50% i la Reserva Federal va deixar el tipus de referència en el rang del 5,25%-5,50%). La novetat va ser que, en les comunicacions posteriors, va semblar que el to es relaxava una mica, i els oficials van reconèixer que hi ha hagut un bon progrés en la lluita contra la inflació (tot i destacar que encara queda camí per recórrer i que la batalla no està guanyada). De fet, les dades recents d'inflació i la solidesa del mercat laboral propicien que el BCE i la Fed actuïn de manera prudent i no hagin de retallar tipus massa aviat. Així, Christine Lagarde va emfatitzar que encara és aviat per discutir sobre retallades i va evitar parlar d'un calendari per al BCE. Per la seva banda, Jerome Powell va ser explícit a l'hora de situar la primera baixada de la Fed més enllà del març, i les expectatives dels mercats es van desplaçar cap al maig (abans de la reunió del FOMC, els mercats assignaven una probabilitat pròxima al 50% a una primera retallada ja al març). Altres bancs centrals van seguir una retòrica similar, amb el Banc d'Anglaterra, el Banc del Canadà i el Norges Bank de Noruega mantenint tipus i assenyalant que es dirigeixen cautelosament cap a les retallades. Per la seva banda, el Banc del Japó també va mantenir tipus i no va fer cap canvi en la política monetària, tot i que va deixar una finestra oberta a un possible relaxament del control de la corba de tipus en senyalitzar una major confiança sobre la possibilitat d'assolir l'objectiu d'inflació.

Les rendibilitats sobiranes experimenten moviments d'anada i tornada. El relaxament caut en el to dels bancs centrals va propiciar, com hem esmentat més amunt, que els mercats ja vegin a prop les primeres baixades de tipus. No obstant això, la recerca de precisió sobre el mes exacte en què començaran

Quantitat de retallades de tipus d'interès descomptades pel mercat

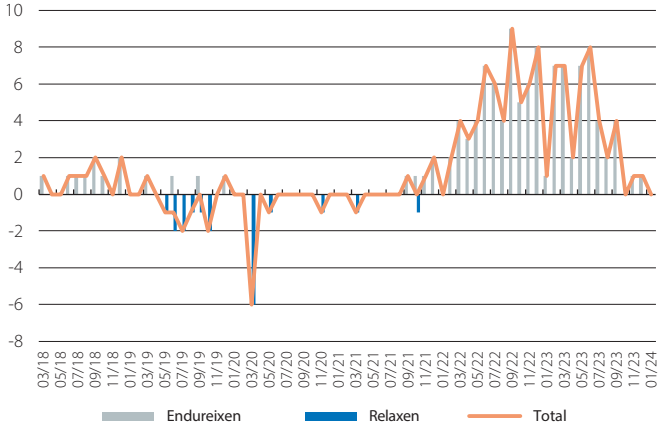
(Nombre)



Nota: *Quantitat de retallades (de 25 p. b. cadascuna) implicades per* forwards *sobre l'EFFR i pel tipus OIS de la zona de l'euro.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Bancs centrals d'economies avançades que ajusten tipus

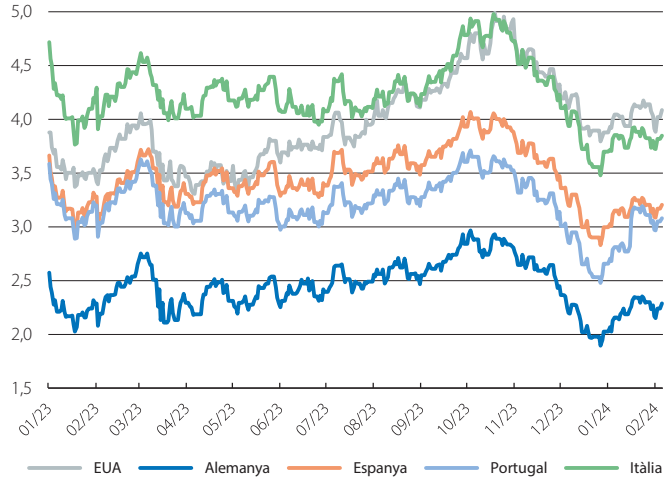
(Nombre)



Nota: *Mostra d'11 economies avançades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Rendibilitat del deute sobirà a 10 anys

(%)



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

aquestes retallades va provocar volatilitat en els tipus d'interès del deute sobirà i les probabilitats de baixades implícites als mercats financers. Mentre que, durant la primera meitat de gener, els tipus sobirans van arribar a registrar pujades de fins a 30 p. b. en el cas del *bund* alemany a 10 anys i de 20 p. b. del nord-americà a 10 anys, la tendència es va revertir significativament després de les reunions del BCE i de la Fed, amb caigudes posteriors especialment notables en els trams més curts de les corbes. No obstant això, la publicació d'unes dades sòlides d'ocupació als EUA va comportar un nou canvi de rumb en l'última setmana de gener, amb repunts en les rendibilitats dels bons sobirans i volatilitat en les retallades de tipus esperades per als bancs centrals.

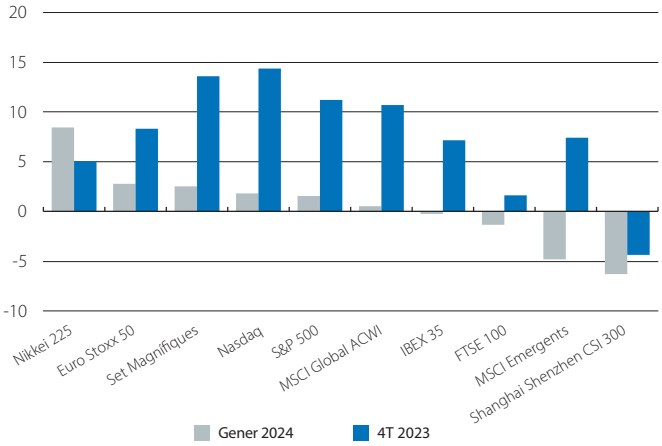
Les borses internacionals encadenen un altre mes de guanys. A nivell general, les borses van sumar un nou mes de guanys i van ampliar, així, el *rally* del trimestre passat, amb un sentiment inversor basat en la publicació de dades econòmiques positives i en les sorpreses generalment favorables a l'inici de la temporada de publicació dels beneficis empresarials del 4T 2023. En especial, va destacar l'alça de la borsa japonesa, que es va apuntar gairebé el 8% d'avanç per arrencar l'any, beneficiada per la perspectiva que el Banc del Japó encara trigui uns mesos a abandonar els tipus negatius. A la zona de l'euro, els resultats van ser mixtos per geografia, però el balanç general va ser positiu, i els principals parquets borsaris van avançar prop de l'1% (l'IBEX 35 espanyol i el PSI-20 português van ser l'excepció i van tancar lleugerament en negatiu). Als EUA, les grans companyies tecnològiques van liderar, de nou, els guanys i van impulsar l'S&P 500 a assolir màxims històrics durant cinc sessions consecutives i a tancar el mes amb nous avanços. L'excepció al to positiu va ser la Xina, on la borsa de Shanghai va registrar pèrdues de més del 5% arran de les persistents dificultats del mercat immobiliari i d'un sentiment negatiu, accentuat després de l'ordre d'una cort a Hong Kong de dissoldre al gegant immobiliari Evergrande.

El dòlar es dona la volta. El dòlar va ser un altre actiu que va capitalitzar la narrativa i els canvis d'expectatives de tipus i, arran de les sòlides dades d'activitat als EUA i de la possibilitat que es puguin ajornar una mica les primeres baixades de la Fed, es va apreciar enfront de les principals contraparts (llevat del ien) fins a un 2%, després d'una feblesa clara al final de l'any passat. El canvi amb l'euro es va mantenir en el rang 1,08-1,09 dòlars després d'haver assolit 1,10 dòlars al desembre.

La resiliència econòmica estabilitza els preus energètics. Després de tres mesos consecutius de pèrdues en els preus del petroli, al gener, el preu del barril de Brent es va mantenir relativament estable al voltant dels 80 dòlars/barril, amb el suport d'unes dades d'activitat favorables a les principals economies del món, que van ajudar a sostenir les expectatives sobre la demanda de cru, i de la incertesa mateix que generen al mercat les tensions al Pròxim Orient. Per la seva banda, el preu del gas europeu (TTF) va continuar fluctuant lleugerament per sota dels 30 euros/MWh, una cota una mica inferior a la registrada en la mitjana del 4T 2023 però encara significativament per damunt dels valors prepandèmia.

Funcionament dels principals índexs borsaris

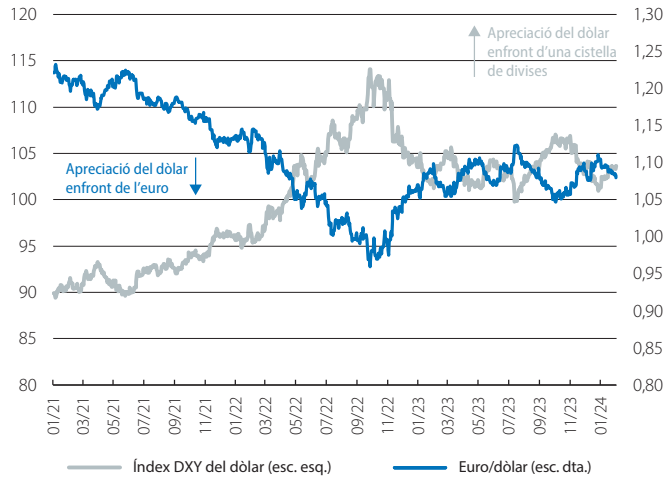
(%)



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

EUA: valoració del dòlar

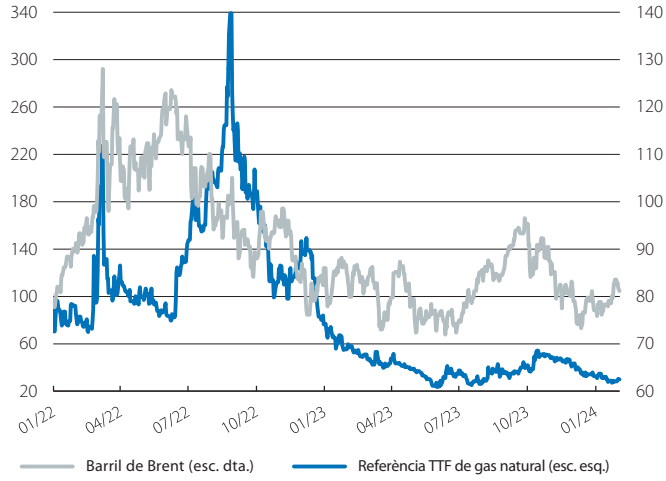
(Dòlar) *(Euro/dòlar)*



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

Gas i petroli: evolució del preu de l'energia

(€/MWh) *($/barril)*



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

Canvis en les expectatives de política monetària dels mercats financers

Després de gairebé dos anys incrementant els tipus d'interès, el 2023, els principals bancs centrals van assolir el cim i van reajustar les seves estratègies: en lloc d'apujar més els tipus oficials, l'enduriment monetari es vehicularia sostenint aquest cim durant un bon temps. No obstant això, ja a la tardor, els mercats financers es qüestionaven aquesta narrativa. Per què?

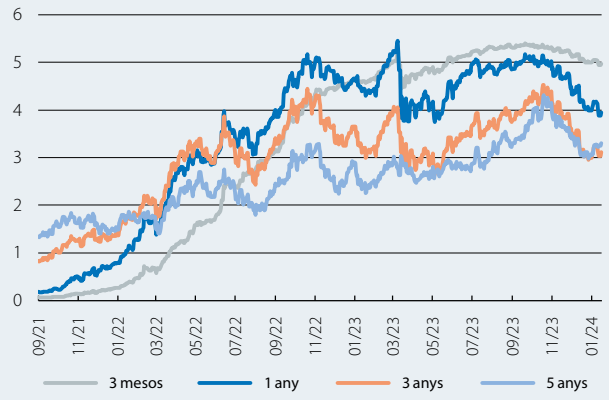
Narratives de mercat passades...

Els dos primers gràfics mostren l'evolució diària de les expectatives que els mercats financers consideren per a l'evolució futura dels tipus d'interès de la Fed i del BCE (és a dir, els tipus implícits).[1] Si ens situem al final del 2021, veiem que l'enduriment monetari dels dos últims anys va agafar per sorpresa els inversors: als EUA, veien els tipus de la Fed en l'1,25%-1,50% a 3 anys vista (en relació amb el 5,25%-5,50% actual), mentre que, a Europa, apostaven pel –0,20% (en relació amb el 4,00% observat). A mesura que la Fed i el BCE apujaven els tipus, els mercats van incrementar les expectatives, fins al punt que l'enduriment cíclic de la política monetària es va traslladar a un canvi de visió estructural sobre els tipus d'interès, amb els inversors abandonant la narrativa de «tipus sostingudament baixos per raons estructurals» (com la productivitat i la demografia). Tant és així que, al setembre, els mercats preveien uns tipus a llarg termini de la Fed en el 3,75%-4,00% (+250 p. b. *vs.* les expectatives prepandèmia) i del BCE en el 3,25% (+275 p. b.).

Aquesta narrativa dels mercats es va tornar a capgirar en poc temps. Analitzant dia a dia les fluctuacions en les expectatives de política monetària, podem identificar els esdeveniments i les dades econòmiques clau que van acompanyar el canvi cap a una nova narrativa de retallades de tipus ràpides i sostingudes per al 2024. El primer gran moviment es va produir l'1 de novembre als EUA, amb una caiguda de més de 15 p. b. en els implícits a 1 any de la Fed després de la reunió del banc central mateix (en què no va anunciar canvis) i de les tènues xifres d'activitat manufacturera (indicador ISM). L'ajust va guanyar impuls dos dies més tard, amb un nou descens dels implícits de gairebé 20 p. b. després d'un refredament en les xifres d'ocupació i de l'ISM de serveis. Sense dades gaire rellevants a Europa, els implícits del BCE es van veure parcialment arrossegats pels EUA fins al 14 de novembre, data clau en el canvi de narrativa i en la qual els implícits de la Fed i del BCE van caure gairebé 25 p. b. i més de 10 p. b., respectivament, després de la publicació d'un PIB atònic a la zona de l'euro (el –0,1% intertrimestral en el 3T) i, sobretot, amb unes dades de la inflació (IPC) nord-americana més baixes del que s'esperava. Entre les acaballes de novembre i el començament de desembre, es va completar el reajustament del mercat, coincidint amb unes dades fluixes de sentiment i d'activitat (confiança del consumidor, ISM i PMI), amb la desacceleració de la inflació europea fins al 2,4% al novembre i amb l'aparició de Christine Lagarde davant el Parlament Europeu (en què va destacar senyals de refredament al mercat laboral). Arribats a aquest punt, els implícits amb prou feines van reaccionar a les xifres d'inflació nord-americana del novembre i es van corregir una mica a l'alça després de la publicació de dades que reflectien una acceleració del mercat laboral dels EUA al novembre.

EUA: expectatives de mercat sobre el tipus oficial de la Fed a diferents horitzons

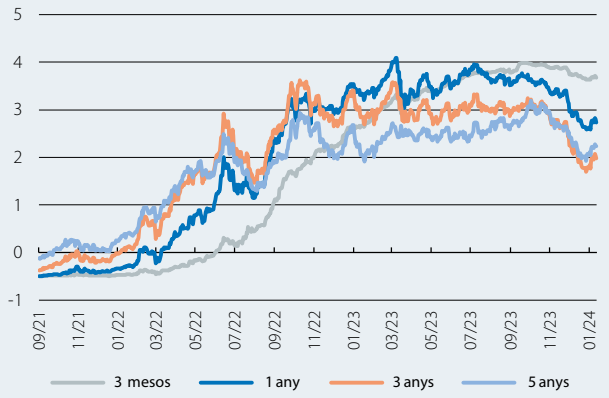
(%)



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

Zona de l'euro: expectatives de mercat sobre el tipus oficial del BCE a diferents horitzons

(%)



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

1. Aquestes expectatives no són observables, sinó que les inferim amb els *forwards* (o implícits) estimats segons Svensson, L. E. (1994). «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994». NBER Working Paper.

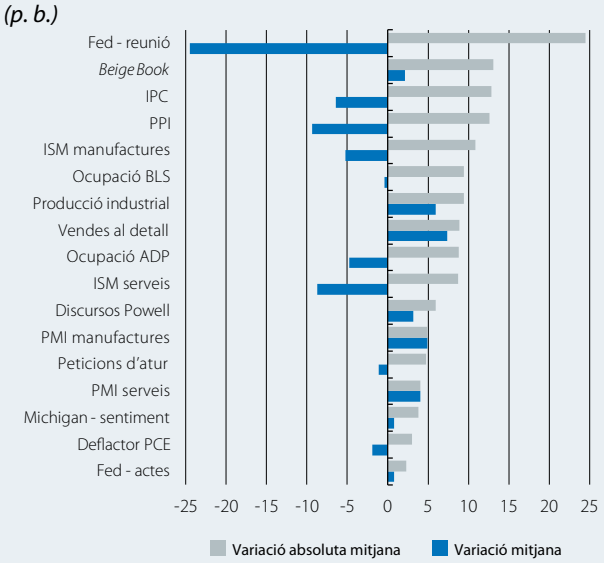
... i narratives presents

Després d'un enfonsament final dels implícits a les reunions del desembre de la Fed (–32 p. b. en el dia) i del BCE (–9 p. b.), les expectatives dels inversors s'han estabilitzat al voltant d'un escenari en què els mercats veuen la Fed i el BCE retallant tipus a la primavera i abaixant-los en gairebé 150 p. b. en el conjunt del 2024. Més enllà de la casuística de cada sessió de mercat i de les dades econòmiques, els moviments diaris destacats dibuixen un reajustament d'expectatives liderat pels EUA i seguit per Europa, dominat per una lectura acomodatícia (*dovish*) de les reunions de la Fed i del BCE i desencadenat, en especial, per les bones dades d'inflació i també per un refredament de l'activitat econòmica (vegeu el tercer gràfic). Aquests ingredients han deixat uns implícits a 1 any vista entre 80 p. b. i 100 p. b. inferiors als del setembre del 2023 i, això també és destacable, han arrossegat significativament a la baixa els implícits a llarg termini (al voltant dels 70 p. b.) malgrat la naturalesa cíclica del moviment.[2]

El reajustament d'expectatives dels mercats financers ha estat sobtat[3] i, un cop consolidat, ha estat relativament poc sensible a les noves dades d'activitat o d'inflació. L'evolució de la inflació i les seves perspectives, per la seva banda, són una mica més graduals. Més enllà dels efectes base que, en especial en la comparativa interanual dels preus energètics, van contribuir a una desinflació ràpida, indicadors més a temps real, com el *momentum*,[4] ja permeten albirar l'objectiu d'inflació del 2%, però també subratllen que queda camí per recórrer. Per exemple, a la zona de l'euro, el percentatge de preus de la cistella amb un *momentum* superior al 2,5% va caure del 65% de l'estiu al 38% al desembre, un descens notable, però encara lluny del 15% habitual abans de la pandèmia. Als EUA, aquest percentatge s'ha normalitzat en nivells prepandèmia, però amb una diferència no menor: l'habitatge, una partida entre les més de 80 de l'anàlisi, representa més del 30% de la cistella general, exhibeix un *momentum* superior al 5% i està trigant més del que s'esperava a refredar-se.[5]

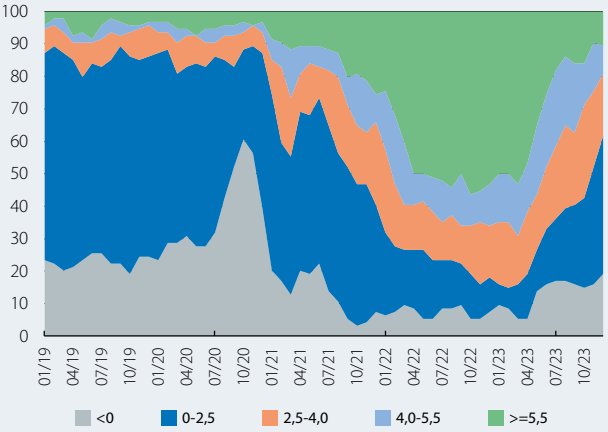
Al costat d'aquesta nova narrativa dels mercats, els bancs centrals també apunten a retallades de tipus el 2024, però ho fan amb més cautela. Potser perquè, com els mercats, reconeixen les bones dades d'inflació, però, abans de moure fitxa, volen tenir un grau elevat de confiança en el ràpid retorn de la inflació a l'objectiu, en especial davant la solidesa que manté el mercat laboral i la necessitat de reforçar la credibilitat després de dos anys de crisi inflacionista. Les xifres d'inflació dels propers mesos, en un ampli univers d'indicadors, seran clau per dictaminar si s'imposa la visió dels mercats o la major cautela dels bancs centrals.

Canvi en els implícits de la Fed en funció de l'indicador publicat
(p. b.)



Notes: *El període analitzat va del 30/09/2023 al 19/01/2024. Implícits sobre el tipus d'interès* fed funds *a un horitzó futur d'un any.*
Font: *CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de Bloomberg.*

Zona de l'euro: composició de l'IPCH general en funció del* momentum *dels components
(% de components de la cistella)



Notes: *El* momentum *es defineix com la variació intertrimestral anualitzada de l'IPCH (amb dades desestacionalitzades). La composició es basa en un desglossament de l'IPCH en 94 components.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

2. Formalment, els tipus de la Fed i del BCE a llarg termini haurien de reflectir factors estructurals i estar poc influenciats per les fluctuacions a curt termini de les dades econòmiques. No obstant això, la volatilitat observada en els implícits suggereix que les expectatives de mercat no compleixen aquesta premissa.
3. Als EUA, quatre sessions van sumar (en acumulat) un descens brut d'expectatives de 90 p. b.
4. El *momentum* correspon a la variació intertrimestral anualitzada de l'IPC desestacionalitzat i captura les tendències recents millor que les variacions interanuals (més afectades per efectes base). Al desembre, va ser de l'1,2% a la zona de l'euro i del 2,8% als EUA.
5. Vegeu el Focus «La importància dels lloguers en la inflació dels EUA», a l'IM09/2023.

Tipus d'interès (%)

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euríbor 3 mesos	3,91	3,91	0	–0,4	134,0
Euríbor 12 mesos	3,57	3,51	6	5,9	17,1
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,15	3,26	–11	–11,0	49,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,43	2,40	2	2,4	–19,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,17	2,02	14	14,2	–13,0
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,09	2,99	10	9,7	–13,8
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,97	2,66	31	31,3	–16,7
EUA					
Fed funds (límit superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 mesos	5,32	5,33	–2	–1,6	60,8
Deute públic a 1 any	4,71	4,76	–6	–5,5	–13,7
Deute públic a 2 anys	4,21	4,25	–4	–4,3	–26,6
Deute públic a 10 anys	3,91	3,88	3	3,3	27,3

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

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2024 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	60	59	1	1,3	–14,8
Itraxx Financer Sènior	70	67	3	3,4	–14,0
Itraxx Financer Subordinat	131	123	8	8,4	–16,7

Tipus de canvi

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,082	1,104	–2,0	–2,0	0,9
EUR/JPY (iens per euro)	158,950	155,720	2,1	2,1	11,7
EUR/GBP (lliures per euro)	0,853	0,867	–1,7	–1,7	–4,5
USD/JPY (iens per dòlar)	146,920	141,040	4,2	4,2	10,7

Primeres matèries

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	521,5	510,3	2,2	2,2	–5,4
Brent ($/barril)	81,7	77,0	6,1	6,1	0,9
Or ($/unça)	2.039,5	2.063,0	–1,1	–1,1	9,2

Renda variable

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2024 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.845,7	4.769,8	1,6	1,6	17,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.648,4	4.521,4	2,8	2,8	10,5
Ibex 35 (Espanya)	10.077,7	10.102,1	–0,2	–0,2	10,0
PSI 20 (Portugal)	6.322,8	6.396,5	–1,2	–1,2	7,0
Nikkei 225 (Japó)	36.286,7	33.464,2	8,4	8,4	31,0
MSCI emergents	975,8	1.023,7	–4,7	–4,7	–3,8

Economia internacional: de menys a més

De la por a l'estagflació al desig d'un aterratge suau. En un entorn d'incertesa geopolítica, de tipus d'interès elevats i de refredament de la demanda mundial, les principals economies avançades van acabar el 2023 amb més resiliència de la que s'esperava uns trimestres enrere, gràcies al suport d'uns mercats laborals sòlids i a l'embranzida d'alguns factors d'oferta (amb els efectes retardats de l'esvaïment dels colls d'ampolla globals i de la normalització postpandèmica definitiva als sectors endarrerits). Sumat a un ràpid descens de la inflació en els últims mesos, tot això s'ha traduït en un canvi de narrativa per a les economies avançades, que han deixat enrere els temors estagflacionistes del 2023 i han abraçat l'esperança d'un aterratge suau el 2024, amb l'objectiu de doblegar definitivament la inflació sense un deteriorament addicional de l'activitat econòmica (o, fins i tot, donant-li una mica d'aire, arran d'una certa recuperació del poder adquisitiu i de la distensió de les condicions financeres que haurien de dur a les primeres retallades de tipus per part dels bancs centrals). Aquest canvi de narrativa va quedar ben reflectit en les últimes perspectives per a l'economia mundial presentades per l'FMI al gener, amb la previsió d'un 2024 «de menys a més» a la zona de l'euro i d'una desaceleració suau als EUA, mentre que l'economia xinesa continuaria llastada per les ramificacions de la crisi immobiliària i per la conseqüent frenada del consum i de la inversió.

El mapa de riscos no afluixa. Davant l'esperança d'un aterratge suau, hi ha tota una constel·lació de riscos, que envolta l'escenari econòmic, rica però dominada pel factor geopolític. I així ho va recordar l'inici d'enguany. Entre tots els conflictes actius i latents, al gener, les tensions al Mar Roig van desembocar en un augment significatiu dels costos del transport marítim (en especial entre Europa i Àsia), alhora que diferents indicadors avançats reflectien retards en els lliuraments de mercaderies. Aquests senyals van revifar l'ombra de nous colls d'ampolla, tot i que, ara com ara, sembla que la situació, en el seu estat actual, tindria un impacte macroeconòmic molt limitat sobre la inflació i l'activitat (per exemple, algunes estimacions parlen tot just de +0,1 p. p. o de +0,2 p. p. en la inflació nucli de les economies europees).

Refredament dispar de l'activitat econòmica al final del 2023... Les xifres de PIB publicades al gener mostren dinàmiques dispars entre les principals economies internacionals al final del 2023. D'una banda, la zona de l'euro es va mantenir en l'atonia dels últims trimestres, amb un PIB estancat en el 4T (el 0,0% intertrimestral, després del –0,1% del 3T i del +0,1% del 2T), marcat per la feblesa d'Alemanya (el –0,3%) i per l'estancament de França (el 0,0%), mentre que Itàlia (el +0,2%) i, en especial, Espanya (el +0,6%) van exhibir un millor to. En canvi, el PIB dels EUA va avançar un sòlid 0,8% intertrimestral, per damunt tant del que suggerien els indicadors com del que preveia el consens d'analistes, i el consum va mostrar una embranzida notable. Així, els EUA van aconseguir anotar un creixement del 2,5% en el conjunt del 2023, una xifra remarcable no solament en relació amb l'1,9% del 2022, sinó, en especial, en relació amb el 0,4% que fa un any augurava el consens d'analistes. Finalment, l'activitat de la Xina es va desaccelerar fins al +1,0% intertrimestral en el 4T (l'1,5% en el 3T), però va aconseguir

FMI: previsions de PIB

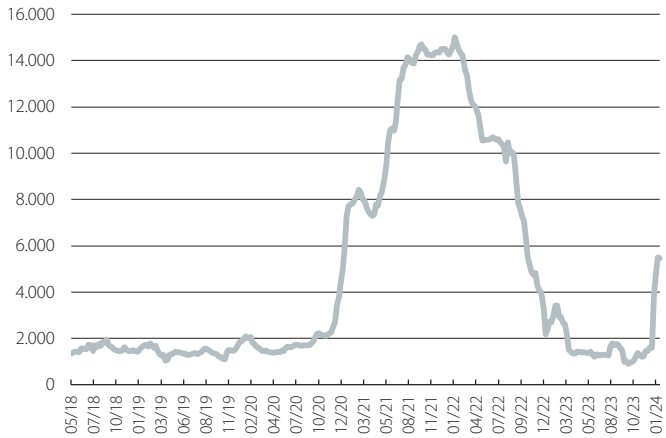
Variació anual (%)

	Estimació	Previsió		Variació en relació amb el WEO oct. 2023	
	2023	2024	2025	2024	2025
Economia mundial	**3,1**	**3,1**	**3,2**	**0,2**	**0,0**
Economies avançades	**1,6**	**1,5**	**1,8**	**0,1**	**0,0**
EUA	2,5	2,1	1,7	0,6	–0,1
Zona de l'euro	0,5	0,9	1,7	–0,3	–0,1
Alemanya	–0,3	0,5	1,6	–0,4	–0,4
França	0,8	1,0	1,7	–0,3	–0,1
Itàlia	0,7	0,7	1,1	0,0	0,1
Espanya	2,4	1,5	2,1	–0,2	0,0
Economies emergents i en desenvolupament	**4,1**	**4,1**	**4,2**	**0,1**	**0,1**
Xina	5,2	4,6	4,1	0,4	0,0
Índia	6,7	6,5	6,5	0,2	0,2
Rússia	3,0	2,6	1,1	1,5	0,1
Brasil	3,1	1,7	1,9	0,2	0,0
Sud-àfrica	0,6	1	1,3	–0,8	–0,3

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, actualització del gener del 2024).*

Cost del transport marítim de mercaderies entre la Xina i Europa

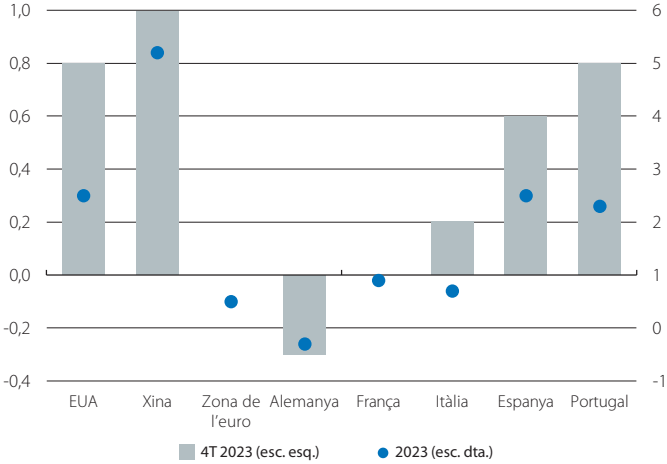
(Dòlars per contenidor FEU)



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

Global: PIB

Variació intertrimestral (%) *Variació anual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la BEA, de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i d'Eurostat.*

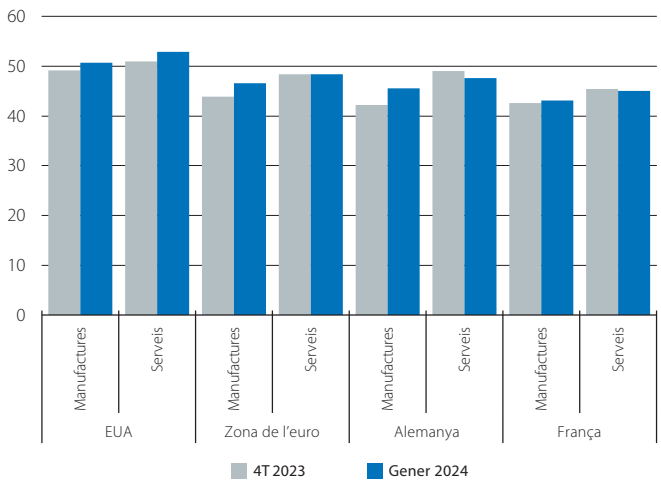
complir l'objectiu de les autoritats en anotar el 5,2% en el conjunt de l'any.

... i el 2024 comença amb inèrcia. Les primeres dades d'activitat de l'any van continuar dibuixant unes economies avançades a diferents velocitats. Els indicadors PMI de la zona de l'euro es van mantenir a prop però per sota dels 50 punts que delimiten l'expansió de la contracció de l'activitat, tant al sector manufacturer (46,6 punts al gener, amb el millor registre dels 10 últims però anotant ja 19 mesos seguits en terreny contractiu) com als serveis (48,4 punts, i en zona contractiva per sisè mes consecutiu). Així mateix, el sentiment econòmic va continuar en una zona grisa (índex ESI en els 96 punts al gener, una mica per sota de la mitjana històrica), mentre que, a través de la solidesa del mercat laboral (la taxa d'atur es va mantenir en un mínim del 6,4% al desembre), es comencen a visualitzar alguns signes de refredament en la creació d'ocupació (l'indicador d'expectatives d'ocupació elaborat per la Comissió Europea va disminuir fins als 102,5 punts, encara per damunt de la mitjana històrica). En canvi, a l'altra banda de l'Atlàntic, l'activitat dels EUA exhibeix dinamisme en els primers compassos de l'any, amb els *nowcastings* de les Reserves Federals d'Atlanta i de Nova York apuntant a avanços del PIB del 0,8%-1,0% intertrimestral en el 1T. A més a més, el mercat laboral nord-americà va mantenir molta més fortalesa de l'esperada al gener, amb una creació d'ocupació de +353.000 llocs de treball (i revisions estadístiques a l'alça en els mesos anteriors) i l'atur en un baix 3,7%.

La inflació s'acosta al 2%, però li falta l'última milla. Al costat de les bones xifres d'ocupació i d'atur, les dades de salaris mostren creixements entre el 4% i el 5% a les dues bandes de l'Atlàntic i, en els anomenats efectes de segona ronda (la interrelació entre preus, salaris i beneficis), són una de les claus perquè la inflació acabi arribant al 2% en els propers trimestres. Fins ara, les xifres d'inflació han anat en una direcció favorable, empeses pel final del xoc energètic directe i per l'esvaïment gairebé total dels seus efectes indirectes. Així, a la zona de l'euro, les dades del gener van reflectir una inflació general del 2,8%, amb una caiguda del 6,3% interanual en els preus energètics i una inflació nucli que va baixar fins al 3,3% (afavorida per la desinflació dels béns industrials no energètics, amb el 2,0%, però retinguda per uns serveis estables en el 4,0%). Als EUA, amb dades més retardades, al desembre, la inflació general de l'IPC va ser del 3,4% interanual, i la nucli, del 3,9%, frenades per unes taxes del component d'habitatge (que es mou amb retard) encara elevades, mentre que l'avanç de preus segons el PCE (la mesura preferida per la Fed) es va situar en el 2,6%.

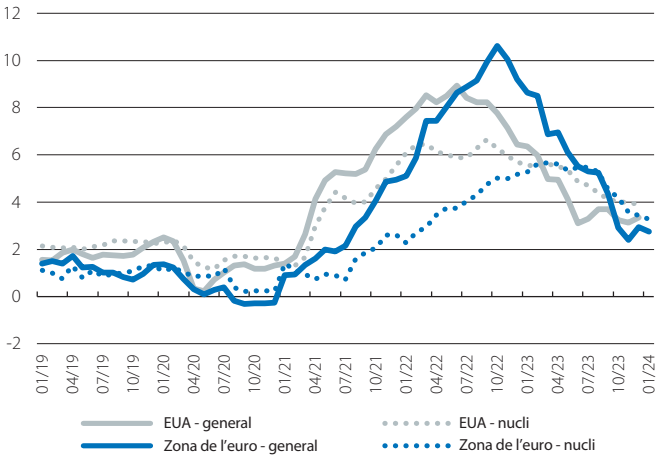
L'activitat de la Xina compleix, però no esvaeix els dubtes. El PIB de la Xina va complir sense problemes l'objectiu d'«al voltant del 5%» per al 2023, gràcies, en part, a efectes base estadísticament favorables (cal recordar que el país va abandonar les polítiques COVID zero fa poc més d'un any). No obstant això, en els últims mesos, s'ha observat una rebaixa de les perspectives per al PIB del 2024 (l'últim consens d'analistes apunta al 4,6%). I és que, en l'últim mes, els indicadors van continuar sense donar senyals clars de millora. En concret, el PMI estatal per al sector no manufacturer va pujar al gener 0,3 punts, fins als 50,7, amb prou feines per damunt del llindar de 50 que indica creixement, mentre que el del sector manufacturer es va mantenir, per quart mes consecutiu, en valors compatibles amb caigudes de l'activitat, tot i que cada vegada més modestes (49,2 *vs.* 49,0).

Economies avançades: PMI
(Índex)



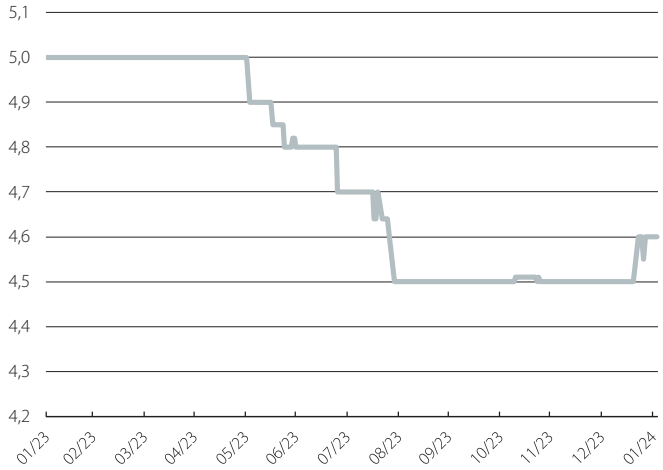
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.*

Economies avançades: IPC
Variació interanual (%)



Nota: *Nucli exclou l'energia i tots els aliments.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.*

Xina: previsió de PIB per al 2024
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de previsions del Consens de Bloomberg.*

Any electoral als EUA

El 2024, més de la meitat de la població mundial està cridada a les urnes per celebrar eleccions. Ja n'hem viscut unes a Taiwan, en què va guanyar el Partit Progressista Democràtic, l'opció que marca més distàncies amb la Xina continental, i, abans del juliol, assistirem a les d'Indonèsia (14 de febrer), Rússia (17 de març), l'Índia (entre l'abril i el maig), Mèxic (2 de juny) i a les del Parlament Europeu (9 de juny). No obstant això, les que possiblement tindran més repercussió econòmica i també sobre els mitjans a nivell global seran les presidencials dels EUA del 5 de novembre, per a les quals les enquestes apunten a una reedició de l'enfrontament entre el president actual, Joe Biden, i l'expresident Donald Trump. En aquest article, oferirem una mica de context per entendre la carrera electoral d'aquí al 5 de novembre i detallarem algunes de les implicacions que pot tenir per als mercats financers i per a la Reserva Federal.

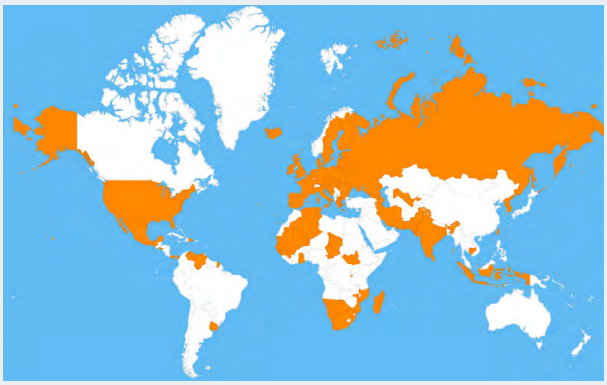
Una carrera electoral amb incertesa, però que apunta a un nou enfrontament Biden-Trump

Al gener va arrencar la carrera electoral amb les primàries per saber qui serà el candidat del Partit Republicà a les eleccions presidencials, i totes les enquestes apunten que s'imposarà l'expresident Donald Trump. Les votacions celebrades fins al moment d'escriure aquest article han estat el caucus d'Iowa i les primàries de Nou Hampshire. A Iowa, Trump va guanyar amb una mica més del 50% dels vots, i la segona i la quarta candidatures (Ron DeSantis i Vivek Ramaswamy, respectivament) van suspendre la campanya i van traslladar el suport a l'expresident. En la segona contesa, a Nou Hampshire, Trump va tornar a guanyar, tot i que amb una marge menor en relació amb la segona i única alternativa, la de l'exembajadora dels EUA a l'ONU, Nikki Haley.

Si no hi ha sorpreses en l'àmbit judicial, i com ho suggereixen totes les enquestes, es confirma la nominació de Trump per part dels republicans, i, en absència de grans sorpreses al partit demòcrata, estarem de nou davant un enfrontament entre Joe Biden i Donald Trump. En aquest escenari, les apostes mostren una contesa molt igualada entre aquests dos candidats. No obstant això, el rellevant serà veure el resultat de cada candidat als estats clau (*swing states*), que són els que acaben decantant finalment la balança (els estats més ajustats i que van acabar donant-li la victòria a Joe Biden el 2020 van ser Nevada, Arizona, Wisconsin, Michigan, Geòrgia i Pensilvània). Les últimes enquestes estatals projecten una victòria republicana a la majoria d'aquests estats, la qual cosa decantaria, avui dia, la balança en favor de Donald Trump. Així i tot, entre els factors que acabaran movent la balança cap a un costat o cap a l'altre destaquen: (i) la presència de terceres opcions, com Robert Kennedy Jr., que, segons algunes enquestes, podria obtenir al voltant del 20% de vots en alguns estats,[1] i (ii) la situació econòmica. Si l'economia nord-americana i, en particular, el seu mercat laboral s'acosten a les eleccions amb una tracció dinàmica, com l'actual, i amb una inflació més moderada, això podria afavorir el president en exercici (*incumbent*). En canvi, si es dona un *hard landing* de l'economia o un gir en les dinàmiques inflacionistes que l'empenyin de nou a l'alça, el context seria més favorable al candidat republicà.

No obstant això, més enllà del funcionament de les dades macroeconòmiques, els indicadors que poden determinar el grau de suport a l'actual president Biden són els relacionats amb el sentiment econòmic. Un bon exemple és

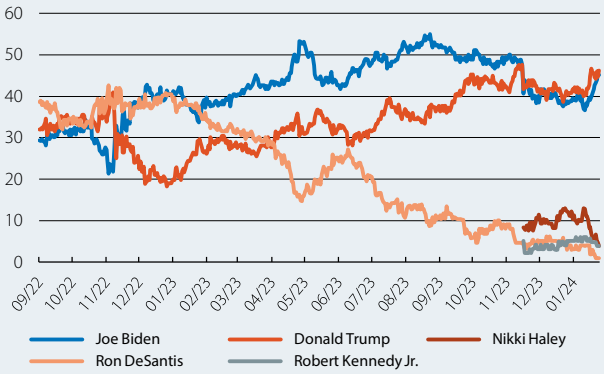
Països que celebren eleccions presidencials i/o legislatives el 2024



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

Probabilitat de victòria a les eleccions presidencials

(%)



Nota: *Probabilitat implícita de victòria a partir de les taxes d'apostes del portal Predictit.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. Normalment, l'embranzida d'aquestes terceres opcions es va diluint en les enquestes a mesura que els votants aprecien que el seu vot podria acabar no sent un vot útil.

l'índex de sentiment dels consumidors de la Universitat de Michigan, que tracta de recollir la percepció que els consumidors, i votants al capdavall, tenen sobre l'evolució recent i esperada de l'economia. Com es pot veure al tercer gràfic, a les eleccions en què el partit que ostentava la presidència dels EUA va perdre, l'índex de sentiment econòmic de la Universitat de Michigan se situava, de mitjana, 10 punts per sota dels anys en què va aconseguir mantenir la presidència.

Ara mateix, però, la solidesa que exhibeix l'economia nord-americana no es tradueix en el fet que els votants en tinguin una bona percepció: un estudi[2] explica que la confiança dels consumidors es troba aproximadament el 20% per sota del que suggereix la seva relació històrica amb el mercat laboral, amb la inflació i amb el consum privat, en el que alguns analistes han batejat com *vibecession*.[3]

L'efecte de les eleccions presidencials sobre els mercats financers i sobre la Reserva Federal

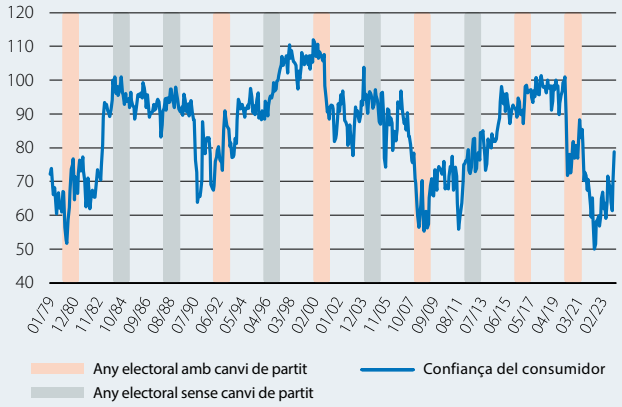
En anys electorals, es genera incertesa per saber qui serà el president dels EUA i quin tipus de política econòmica, exterior o interior, durà a terme.[4] Una prova d'això és l'evolució que l'índex VIX, una *proxy* de la volatilitat de la borsa nord-americana, té en anys electorals. Com es pot veure a l'últim gràfic, uns 60 dies abans de la celebració de les eleccions, aquest índex sol repuntar i sol assolir nivells que se situen entre els màxims anuals.

Una de les implicacions que tindran les eleccions sobre la Reserva Federal serà per les nominacions de càrrecs al FOMC. Al llarg del seu mandat, el president electe haurà de seleccionar un nou president de la Fed (el càrrec de Jerome Powell com a president finalitza al maig del 2026) i dos llocs vacants al FOMC (el d'Adriana Kugler, que finalitza al gener del 2026, i el del mateix Jerome Powell, que finalitza al gener del 2028). D'altra banda, se sol dir que, en els mesos previs a la celebració de les eleccions, la Fed tracta de mantenir els tipus d'interès inalterats per no afegir ni treure estímul sobre l'economia i per ser neutral en relació amb l'*incumbent* i amb l'altre candidat.[5] No obstant això, ateses la situació actual de l'economia, la inflació i les expectatives que hi ha actualment sobre els tipus d'interès, pensem que la Reserva Federal prioritzarà l'adequació de la seva política monetària a les necessitats de l'escenari i que, per tant, sí que podria retallar-los durant els mesos previs a les eleccions. Entre altres raons, pel desig de normalitzar els tipus d'interès seguint una senda de baixades degudament comunicada, de manera que els mercats financers, les empreses i els consumidors puguin anticipar-ho i ajustar el seu comportament sense generar grans ensurts.

Ricard Murillo Gili

EUA: confiança del consumidor de la Universitat de Michigan

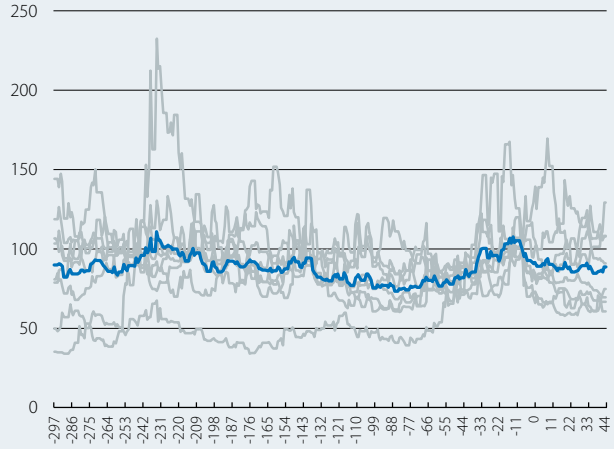
Índex



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

Índex VIX en anys electorals

Índex (100 = dia de les eleccions)



Notes: *A l'eix horitzontal mostrem els dies en relació amb el dia de les eleccions presidencials. La línia blava correspon a la mitjana des de les eleccions del 1992.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

2. Vegeu Cummings, R. i Mahoney, N., «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap», a Briefing Book.
3. Joc de paraules entre els conceptes en anglès *vibes* (sensació) i recessió.
4. És important destacar que, el 5 de novembre, també es votarà per 34 dels 100 seients del Senat i per tots els 435 de la Casa dels Representants. D'aquests 34 seients que es disputen al Senat, 7 que ara mateix estan en mans dels demòcrates es juguen en estats on es fa costat, majoritàriament, a republicans i podrien trencar l'empat actual a 50 que hi ha a la Cambra Alta. A la Casa dels Representants, les enquestes mostren un resultat més ajustat. En cas de victòria republicana (demòcrata) a les presidencials, però amb un Senat i amb una Casa dels Representants demòcrates (republicans), a Donald Trump (Joe Biden) se li complicaria la possibilitat de tirar endavant propostes de llei.
5. En els anys 1996, 2000, 2012, 2016 i 2020, la Fed va deixar sense canvis els tipus d'interès durant els sis mesos previs a les eleccions.

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Activitat									
PIB real	5,8	1,9	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	15,8	9,3	5,8	3,2	2,2	1,1	5,1	5,8	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	105,5	106,1	104,5	103,7	101,0	108,0	114,8
Producció industrial	4,4	3,4	1,3	1,0	0,9	0,5	–0,6	1,0	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	48,3	47,8	47,2	47,1	46,6	47,1	49,1
Habitatges iniciats *(milers)*	1.606	1.551	1.375	1.378	1.385	1.388	1.525	1.460	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	307	303	302	302	303	320,8	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	3,7
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,4	60,1	60,2
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,2	–2,9	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	6,7	6,3	5,8	5,3	3,1	3,4	...
Inflació nucli	3,6	6,2	5,7	5,6	5,6	5,5	4,0	3,9	...

JAPÓ

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Activitat									
PIB real	2,6	1,0	2,5	2,2	1,5	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,7	31,2	32,2	33,5	36,1	37,2	38,0
Producció industrial	5,8	0,0	–1,8	–1,8	–2,0	–0,7	–1,4	1,0	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	1,0	5,0	9,0	12,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–4,0	–4,0	–3,9	–5,2	–1,9	...	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,9	2,6	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	3,0	3,2	3,5	3,8	3,8	3,7	...

XINA

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	5,8	10,7	4,2	8,3	10,1	7,4	...
Producció industrial	9,3	3,4	3,2	4,5	4,2	6,0	6,6	6,8	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	51,5	49,0	49,7	49,3	49,4	49,0	49,2
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	899	948	946	901	...	871,7	868,8	...
Exportacions	30,0	7,1	0,1	–5,4	–10,8	...	–1,4	–0,8	...
Importacions	30,0	0,7	–7,2	–7,0	–8,5	...	–0,7	0,2	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,5	–0,3	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	...	3,5	3,5	3,5
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	...	7,2	7,1	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	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	1,0	–2,6	–1,9	–1,8	–0,7	–0,5	–0,8	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,8	2,3	0,3	–1,2	–4,7	...	–6,8	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–17,0	–15,1	–16,1
Sentiment econòmic	111,2	102,1	96,5	96,5	96,5	96,5	94,3	96,5	96,2
PMI manufactures	60,2	52,1	48,2	44,7	43,2	43,2	44,2	44,4	46,6
PMI serveis	53,6	52,1	52,8	54,4	50,3	49,2	48,7	48,8	48,4
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,5	...	1,6	1,4	1,3	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...	6,4	6,4	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	2,9	2,9	3,0	...	3,1	3,1	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,1	7,3	7,4	...	7,3	7,3	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,9	7,7	7,5	...	7,4	7,2	...
PIB real *(variació interanual)*	6,1	3,5	1,3	0,6	0,0	0,1	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	3,3	1,9	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	–	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	0,9	1,2	0,6	0,7	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	8,6	3,9	2,1	0,3	0,1	0,5	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	2,6	8,4	8,0	6,2	5,0	2,7	2,4	2,9	2,8
Nucli	1,5	3,9	5,5	5,5	5,1	3,7	3,6	3,4	3,3

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Saldo corrent	3,1	–0,6	–0,4	0,3	2,0	...	4,1	...	...
Alemanya	7,7	4,4	4,6	5,3	8,6	...	13,8	...	...
França	0,4	–2,0	–1,9	–1,8	–1,9	...	–3,0	...	...
Itàlia	2,4	–1,5	–1,4	–1,1	–0,1	...	0,3	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	93,4	94,6	95,9	95,1	95,3	94,9	95,0

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	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	5,7	3,9	1,0	0,1	0,0	0,4	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	3,2	2,1	1,0	0,5	0,5	0,3	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	5,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	3,7	4,3	4,7	4,9	4,9	4,9	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,8	6,3	–3,9	–8,1	–11,3	–10,7	–10,9	–9,8	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	17,6	22,5	23,2	21,0	20,8	20,9	...
Instruments negociables	11,6	3,7	19,4	22,0	20,5	20,0	17,8	19,3	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	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.*

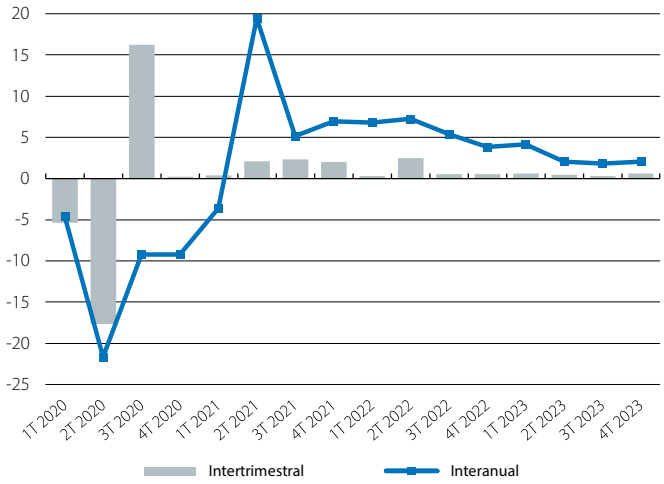
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

L'economia espanyola va tancar el 2023 amb dinamisme i encara el 2024 amb un cert optimisme

L'activitat es mostra resilient en un entorn desafiador. Si, al desembre del 2022, la nostra previsió de creixement del PIB per al 2023 era de l'1%, finalment l'economia espanyola ha aconseguit créixer un notable 2,5%, malgrat la incertesa geopolítica, una inflació encara elevada malgrat el descens dels últims mesos i l'alça dels tipus d'interès. Aquesta sorpresa positiva s'explica, principalment, per l'esvaïment més ràpid del que es preveia de la crisi energètica (recordem la forta davallada del preu del gas que va tenir lloc en el tram final del 2022 i, sobretot, en el 1T 2023) i per la forta embranzida del sector exterior espanyol, molt lligat als serveis, tant turístics com no turístics. En els propers trimestres, l'economia espanyola continuarà fent front a un context complicat, marcat per la incertesa geopolítica i per uns tipus d'interès en nivells restrictius, l'impacte macroeconòmic dels quals, a causa del retard amb què incideixen en l'economia real, es farà notar encara en el tram inicial del 2024. De tota manera, l'economia també comptarà amb alguns elements que donaran suport al creixement, com l'acceleració del desplegament dels fons NGEU i el dinamisme del consum, esperonat per l'enfortiment de la situació financera de les famílies i per la recuperació gradual del poder adquisitiu. La inflació, tot i que es mantindrà en nivells superiors al 2%, probablement es continuarà moderant. Tot això traça un 2024 que anirà de menys a més i en què l'economia espanyola, probablement, continuarà creixent per damunt de la mitjana de la zona de l'euro.

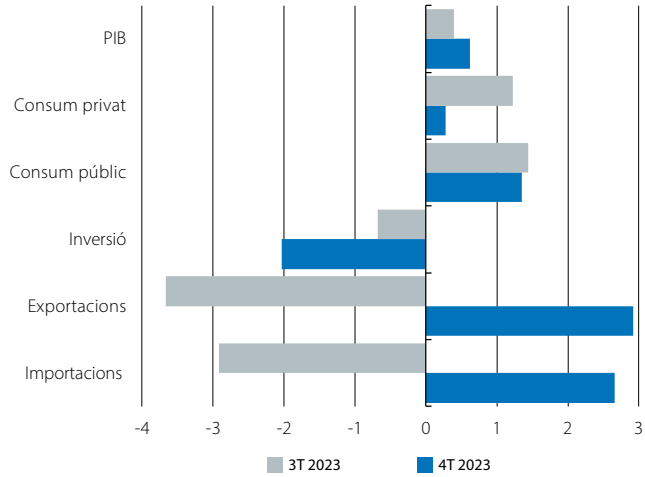
Impuls renovat del PIB en l'últim trimestre. En concret, en el 4T 2023, el PIB va créixer el 0,6% intertrimestral (el 2,0% interanual), un ritme superior al del 3T (el 0,4% intertrimestral) i a l'esperat pel consens dels analistes. Cal destacar que la composició del creixement, segons les dades preliminars de l'INE, mostra una millora de la demanda interna, gràcies a la resiliència del consum privat i a l'embranzida del consum públic. La demanda interna va aportar, així, 0,5 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, gràcies a l'avanç del consum públic, que va aportar 3 dècimes, i del consum privat, amb una contribució de 2 dècimes, que van compensar amb escreix l'atonia de la inversió. Per la seva banda, la demanda externa, després de dos trimestres en negatiu, va tenir una aportació positiva de 0,1 p. p. al creixement trimestral del PIB, amb un repunt important dels fluxos comercials (en el 4T 2023, tant les exportacions com les importacions van anotar avanços substancials, del +2,9% i del +2,7% intertrimestral, respectivament). La sorpresa positiva de la dada de creixement del PIB del 4T ens empeny a revisar a l'alça la previsió de creixement del 2024, a causa de l'efecte arrossegament que genera el repunt del creixement del 4T 2023.

Espanya: PIB
Variació (%)



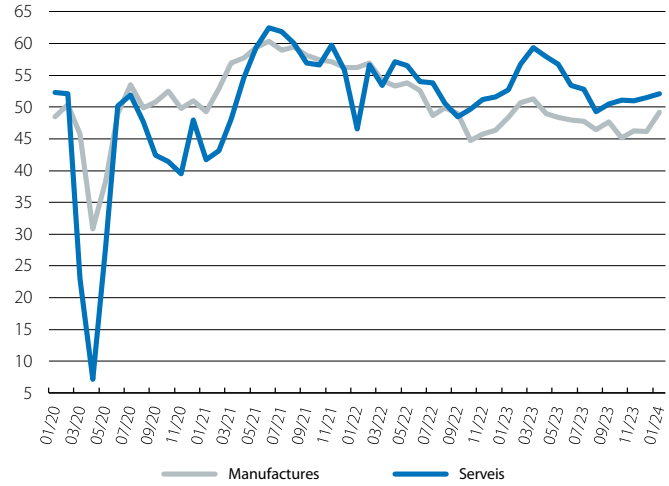
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: components del PIB
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: PMI
Nivell



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

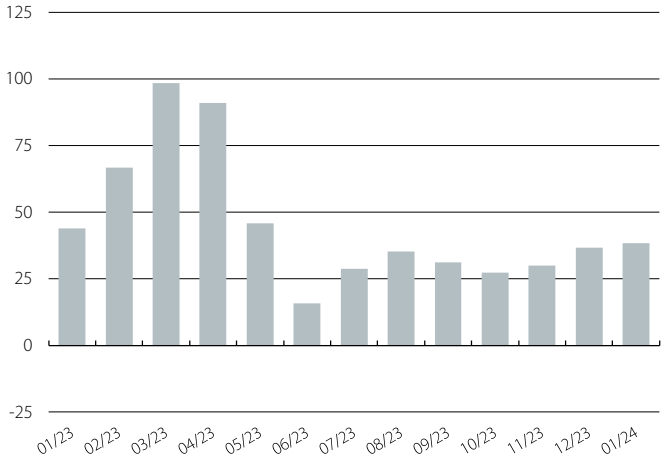
Els primers indicadors d'activitat disponibles per al 2024 donen senyals encoratjadors. Així, al gener, l'índex PMI per al sector manufacturer va escalar 3 punts, fins als 49,2 punts, un registre inferior al llindar que denota creixement (50), però que suggereix que el deteriorament de l'activitat industrial s'està moderant. Així mateix, l'indicador homòleg del sector serveis va avançar en 0,6 punts, fins als 52,1 punts, de manera que se situa fermament en la zona expansiva. Per la seva banda, segons les dades d'afiliació a la Seguretat Social, l'any va arrencar de manera positiva. Tot i que, com és habitual en un mes de gener, l'afiliació va caure, en termes desestacionalitzats, l'ocupació va registrar un augment de 38.000 afiliats, que representa una acceleració en relació amb la mitjana mensual del 4T 2023 (31.250). Així mateix, pel costat del consum, el monitor de consum de CaixaBank Research mostra que, al gener, l'activitat de les targetes espanyoles hauria guanyat dinamisme, amb un creixement del 5,6% interanual, en relació amb el 5% del desembre i el 7% del novembre.

La inflació subjacent manté, al gener, la tendència a la baixa, mentre que la general repunta lleugerament per l'electricitat. La inflació general va truncar la tendència recent de moderació i va pujar al 3,4% al gener, 3 dècimes per damunt de la dada del desembre. En canvi, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va registrar un descens de 2 dècimes, fins al 3,6%. Segons ho va avançar l'INE, el lleuger repunt de la inflació general del gener s'explica per l'increment dels preus de l'electricitat, que, en part, reflecteix l'augment dels impostos en la factura elèctrica (per exemple, l'IVA de l'electricitat va passar, l'1 de gener, del 5% al 10%). No obstant això, aquestes dinàmiques alcistes en el component elèctric van ser mitigades, en part, per la caiguda dels preus dels carburants.

La caiguda de les importacions de béns i el moment dolç del turisme a Espanya permeten millorar de manera substancial el saldo corrent. En termes de l'acumulat de l'any fins al novembre, les exportacions de béns van mostrar una lleugera reducció del 0,7% interanual, en relació amb la caiguda considerable de les importacions (el –6,8% interanual), afectades, en certa manera, pels preus més baixos de l'energia. Així, el dèficit comercial es va situar, fins al novembre, en el –2,9% del PIB, la qual cosa va representar una millora substancial en relació amb el –5,1% registrat durant els 11 primers mesos de l'any anterior. Aquesta caiguda del dèficit comercial es va produir de forma paral·lela a una millora espectacular del superàvit de serveis. Així, el superàvit de serveis acumulat fins al novembre va ser del 6,8% del PIB (el 6,1% al novembre del 2022), esperonat per l'envejable salut del turisme, que va tancar el 2023 amb unes xifres extraordinàries. En el conjunt del 2023, les arribades de turistes (la despesa dels quals es va situar el 18,2% per damunt de la del 2019) van superar els 85 milions, l'1,9% més que el 2019.

*Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

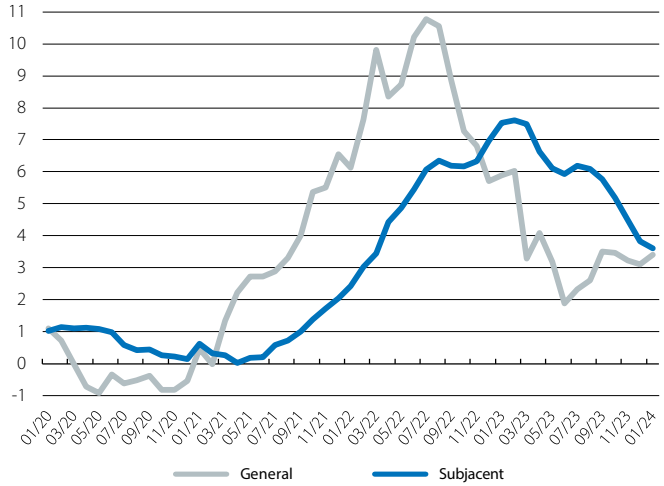
Variació intermensual (milers)



Nota: ** Sèrie desestacionalitzada.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MITES.*

Espanya: IPC

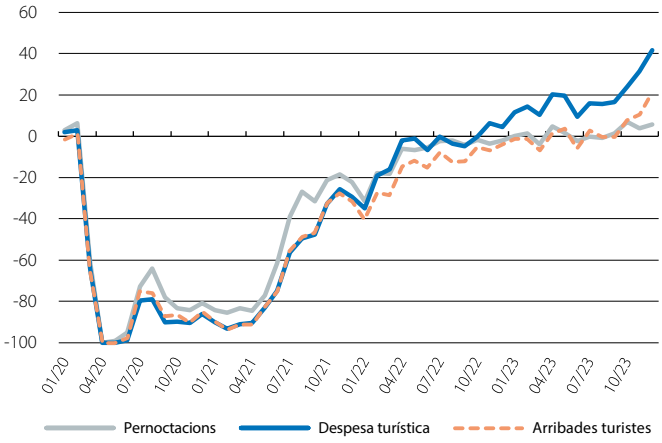
Variació interanual (%)



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

Espanya: indicadors de turisme estranger

Variació en relació amb el mateix mes del 2019



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

Tresor 2024: la major participació d'inversors domèstics i de no residents absorbirà les majors necessitats de finançament

Malgrat l'objectiu de disminució del dèficit públic a cotes del 3% del PIB el 2024, les necessitats de finançament del Tresor continuaran sent elevades. A més a més, el mercat haurà d'absorbir tot el deute que està en mans del BCE i que no reinvertirà. En aquest context, posem en perspectiva el volum de deute que enguany haurà d'absorbir el mercat.

L'estratègia del Tresor, després del final de les compres netes per part del BCE

L'estratègia de finançament del Tresor per al 2024, publicada a mitjan gener, recull una emissió neta prevista de 55.000 milions d'euros, que serà coberta íntegrament mitjançant instruments a mitjà i llarg termini. És una quantitat elevada, tot i que inferior als 65.000 milions del 2023. L'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini, que afegeix les amortitzacions previstes, pujarà a 173.118 milions d'euros, lleugerament per damunt dels 167.500 milions del 2023.

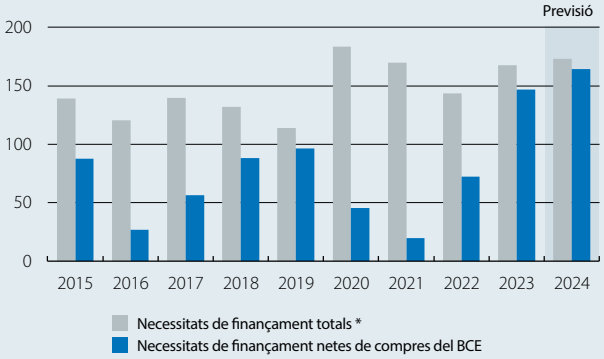
El canvi d'escenari és destacable, perquè el BCE mantindrà i, de fet, intensificarà el replegament iniciat el 2022. Recordem que, al programa APP,[1] les compres netes es van prolongar fins al juny del 2022; del juliol del 2022 al febrer del 2023, es van reinvertir el 100% dels bons que vencien; entre el març i el juny del 2023, es van realitzar reinversions parcials, i, des del juliol de l'any passat, les reinversions són 0, de manera que la cartera va caient al ritme que vencen els actius. I, al PEPP (programa d'expansió quantitativa extraordinari per la pandèmia), les compres netes es van estendre fins al març del 2022; entre l'abril del 2022 i el juny del 2024, es realitzaran reinversions al 100; entre el juliol i el desembre del 2024, les reinversions seran parcials, i, finalment, a partir del 2025, s'aturaran i la cartera caurà al ritme que vencin els actius.

Tenint en compte tota aquesta informació, el 2023, el BCE va realitzar compres netes de deute sobirà espanyol negatives per valor de –15.000 milions d'euros i va reinvertir amortitzacions per valor de 36.000. El 2024, estimem que el BCE realitzarà compres netes per valor de –38.000 milions i reinvertirà deute a mitjà i llarg termini per un valor proper als 47.000. Arran de tot plegat, les compres brutes del BCE se situarien, el 2024, 12.000 milions per sota de les del 2023 (el 0,8% del PIB).

Malgrat el menor protagonisme del BCE, el context de tipus d'interès més alts en relació amb el període 2016-2022 hauria d'incrementar l'atractiu d'aquests actius per als inversors, siguin domèstics o no residents, i facilitar l'absorció de les necessitats de finançament d'Espanya, una tendència que ja s'ha observat el 2023. Així, les tinences de deute espanyol mostren una bona diversificació de la base inversora (vegeu el segon i tercer gràfics). El 2023 (dades fins a l'octubre), els inversors estrangers van mostrar la seva confiança ampliant les tinences de deute espanyol (excloses les lletres) en 65.000 milions d'euros en relació amb el tanca-

Espanya: necessitats de finançament del Tresor

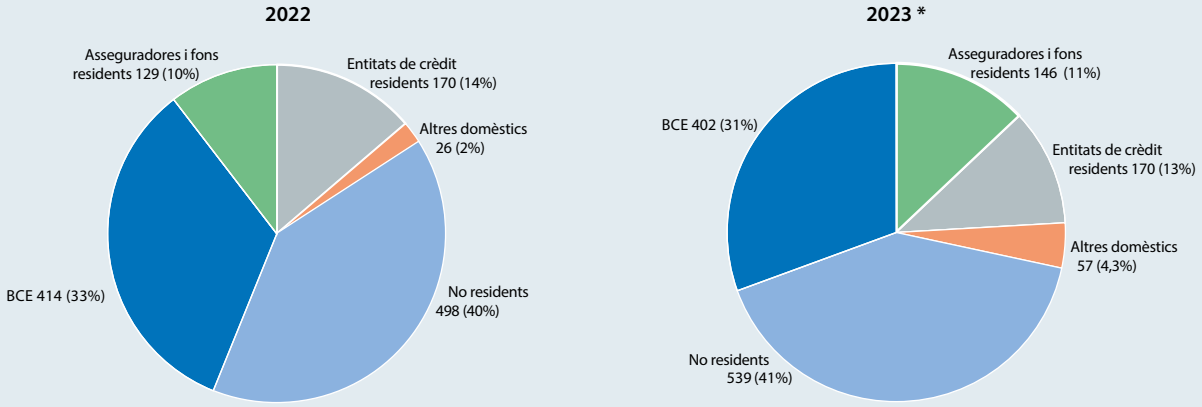
(Milers de milions d'euros)



Nota: ** Les xifres d'amortitzacions no inclouen les lletres. Per exemple, s'amortitzaran lletres per valor de 89.348 milions el 2023, i l'Estratègia del Tresor preveu que se n'amortitzin 84.454 milions el 2024.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

Espanya: tinences de deute de l'Estat (lletres, bons i obligacions)

(Milers de milions d'euros) Estructura (%)



Nota: ** Dades de l'octubre del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

1. Des del 2014, el BCE ha adquirit actius mitjançant el programa de compra d'actius, conegut com APP per les sigles en anglès (*Asset Purchase Programme*), entre els quals es troben títols de deute públic, bons corporatius, bons de titulització d'actius i bons garantits.

ment del 2022, molt per damunt de la mitjana històrica del 2003-2021 (16.400 milions). D'aquesta manera, el seu pes sobre el total de tinences del nostre deute (incloses les lletres, que representen amb prou feines el 5% de la cartera de deute) ha pujat al 41%, en relació amb el 40% del final del 2022, de manera que han tingut una participació especial en les emissions sindicades del 2023.

D'altra banda, els inversors internacionals han reduït les tinences de lletres en favor dels inversors domèstics. Els inversors al detall han liderat l'interès domèstic per les lletres del Tresor i han passat a ser-ne els principals tenidors, amb un increment històric de 21.000 milions d'euros fins a l'octubre del 2023. Com a resultat, els inversors al detall representen en aquesta data el 31,7% del total de tinences de lletres, que ascendeixen a 22.893 milions d'euros, la qual cosa els converteix en el principal tipus d'inversor d'aquest segment. Així, en conjunt, els inversors domèstics compten amb el 28,4% de tot el deute (el 26,3% al final del 2022).

Mirant l'estoc total, estimem que el deute públic en mans del BCE representarà el 2024 el 30% del total del deute (el 32% del PIB), i el 70% restant (el 75% del PIB) quedarà en mans de la resta d'inversors. Entre el 2012 i el 2015, el volum de deute sobre el total en mans d'actors que no eren el BCE va superar amb escreix aquesta xifra (amb un pic del 102% del PIB el 2014).

Altres factors de suport

Més enllà del major protagonisme dels inversors privats, hi ha altres factors per entendre en quines condicions el Tresor haurà de satisfer aquestes necessitats de finançament el 2024, com uns costos de finançament més favorables malgrat l'enduriment monetari de l'últim any, que sembla que ara es desfarà de manera gradual, i una vida mitjana llarga del deute.

En concret, el 2023, el cost de finançament mitjà de les noves emissions (incloses les lletres) va repuntar fins al 3,44%, després de situar-se en l'1,35% el 2022 i en terreny negatiu (el –0,04%) el 2021. Malgrat això, el cost mitjà del conjunt del deute ha repuntat de forma molt moderada, de l'1,64% el 2021 fins a l'1,73% el 2022 i el 2,1% el 2023. I és que, per ancorar els baixos costos de finançament dels últims anys, el Tresor va optar per emetre en els trams més llargs de la corba de venciments. Això ha permès incrementar la vida mitjana del deute espanyol, que se situa en els 7,8 anys.

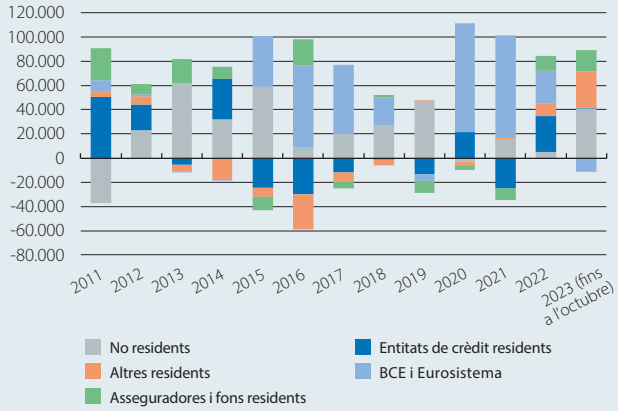
El 2024, es preveu que el cost mitjà del conjunt del deute repunti de forma molt moderada, gràcies al venciment de deute emès fa anys a tipus superiors als actuals i a la llarga durada mitjana. D'aquesta manera, el pagament d'interessos per al deute del conjunt de les Administracions públiques (AP), tenint en compte les expectatives actuals dels mercats, que esperen una caiguda dels tipus d'interès una mica superior a la d'uns mesos enrere, es podria situar, el 2024, en el 2,5% del PIB, un nivell similar al del 2023, però molt inferior al de fa una dècada (el 2014, per exemple, va assolir el 3,5%).

Mirant a mitjà termini, el 2026, la factura d'interessos del conjunt de les AP es podria situar al voltant del 2,6% del PIB, la qual cosa comportaria una factura per interessos d'uns 44.000 milions d'euros, que cal comparar amb els 35.000 previstos per al 2023. Així, malgrat que l'enduriment monetari es vagi desfent, els costos del deute encara seran superiors als dels anys de tipus ultrabaixos, de manera que es produirà un augment gradual del cost del deute. Per aquest motiu, i tenint en compte l'elevat deute públic, serà clau dissenyar una estratègia de consolidació fiscal gradual però sostinguda en el temps i que s'ajusti a les noves regles fiscals aprovades per la UE.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: variació anual de tinences de deute de l'Estat (lletres, bons i obligacions)

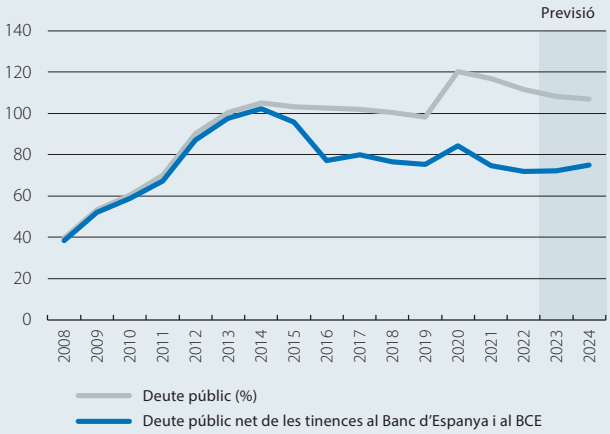
(Milions d'euros)



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

Espanya: deute públic

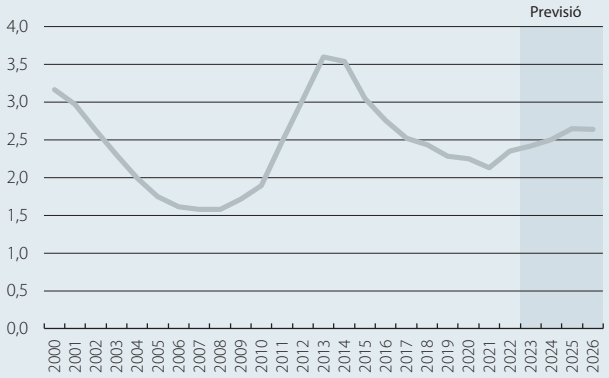
(% del PIB)



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

Espanya: pagament d'interessos del deute públic

(% del PIB)



Nota: *Com el venciment mitjà és de 8 anys, la predicció es realitza a partir del tipus de mercat implícit a 8 anys.*
Font: *CaixaBank Research.*

L'avanç de la renda disponible enforteix la situació financera de les llars espanyoles

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

La renda bruta disponible (RBD) del conjunt de les llars va créixer un notable 10,6% interanual en el 3T 2023 (dada estanca), una dada clarament per damunt de la inflació del 3T (el 2,8%) i del creixement en el nombre de llars (l'1,5%), la qual cosa va permetre una recuperació notable del poder adquisitiu perdut amb el xoc inflacionista del 2022. El creixement de la renda de les llars va ser molt més ferm que el del conjunt de la zona de l'euro (el 6,4%). En el conjunt dels tres primers trimestres del 2023, la renda disponible va créixer l'11,4% interanual.

Un dels impulsors de la renda disponible ha estat el mercat laboral. No en va, la remuneració total dels assalariats va créixer el 9,0% interanual en el 3T, reflex de l'augment de l'ocupació (creixement del +3,9% interanual del nombre d'assalariats) i d'un major dinamisme salarial (el +5% en la remuneració per treballador). Altres components de la renda bruta que també van contribuir a l'avanç de la renda van ser les prestacions socials (avanç del +9,7% interanual, impulsades per la revaloració de les pensions del 8,4% el 2023), els ingressos dels autònoms i les rendes de la propietat, gràcies a l'augment del pagament de dividends i d'altres rendes d'inversió. Tot plegat ha compensat amb escreix l'increment dels pagaments nets per interessos, que han ascendit a 3.700 milions d'euros (augment de 1.200 milions en relació amb la dada estanca del 3T 2022).

Aquest avanç de la renda bruta agregada va estar marcat per l'augment en la creació de llars. No en va, la població espanyola es va incrementar en el 3T 2023 en 525.000 persones en relació amb el 3T 2022, esperonada per la força dels fluxos migratoris. Així, en l'últim any, s'han creat, en termes nets, 285.000 llars. En conseqüència, la renda disponible per llar va créixer en el 3T a un ritme una mica inferior al de la renda agregada, tot i que encara a unes taxes molt notables: un destacable 9,0% en termes nominals i el 6,1% en termes reals.

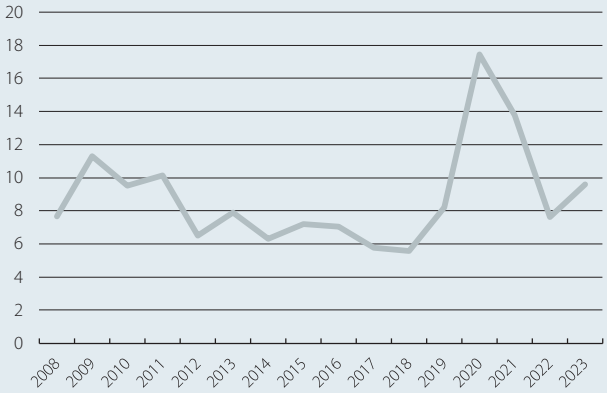
En canvi, la despesa en consum de les llars ha crescut a un ritme inferior al dels ingressos de les famílies. Així, en l'acumulat dels tres primers trimestres del 2023, la renda disponible de les llars ha crescut clarament per damunt de la despesa de les famílies (el 10,6% *vs.* el 5,7% interanual, respectivament).

En el conjunt del 2023, després d'aquestes últimes dades tan positives, preveiem que el creixement de l'RBD superarà el 9,0%, la qual cosa hauria de permetre que, en agregat, el consum de les llars en termes reals pugui tancar l'any en un nivell clarament superior al del 2022 malgrat l'augment dels tipus d'interès i la inflació encara elevada.

De cara al 2024, preveiem que la renda disponible podria créixer al voltant del 5,0%, gràcies a la resiliència del mercat laboral, a un augment del pagament brut d'interessos, que es començarà a revertir, i a un augment de les prestacions socials, que es podria situar al voltant del 5% (les pensions contributives s'han revalorat el 3,8% interanual el 2024, però la despesa total en pensions serà superior si tenim en compte l'entrada de nous pensionistes i les majors revaloracions en les pensions no contributives i mínimes). Així, amb el dinamisme de la renda disponible i amb la moderació de la inflació, la recuperació del poder adquisitiu hauria de continuar.

Espanya: taxa d'estalvi de les llars

(% de la renda bruta disponible)



Nota: *Dada del 2023, només dels tres primers trimestres (dades disponibles).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: comptes no financers de les llars

	3T 2022 (M€)	3T 2023 (M€)	Variació interanual (%)
Remuneració total assalariats (+)	159.250	173.630	9,0
EBE (ingressos autònoms, lloguers imputats...) (+)	54.515	57.374	5,2
Rendes netes propietat (+)	5.193	6.856	32,0
*Pagament net d'interessos * (–)*	*–2.510*	*–3.733*	*48,7*
Altres (dividends, altres rendes d'inversió...) (+)	***7.703***	***10.589***	***37,5***
Impostos de renda (–)	–39.539	–44.259	11,9
Cotitzacions socials netes (–)	–47.963	–52.482	9,4
Prestacions socials (+)	54.458	59.763	9,7
Altres (+)	4.715	9.964	111,3
RBD final (comptabilitat nacional) **	**190.629**	**210.846**	**10,6**

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

El destí de l'estalvi i la millora de la posició financera neta de les famílies

Arran de l'ampli diferencial de creixement entre la renda i el consum, la taxa d'estalvi va augmentar fins al 9,6% en els nou primers mesos del 2023, la qual cosa representa un augment de 2 p. p. en relació amb la dada del conjunt del 2022. A més a més, la dada se situa clarament per damunt de la mitjana registrada entre el 2015 i el 2019 (el 6,8%).

Com s'ha canalitzat l'estalvi generat? Els comptes financers del Banc d'Espanya proveeixen una fotografia detallada en aquest sentit. La conclusió principal és que la capacitat de finançament de les famílies es va dirigir, en part, a adquirir actius financers, per un import de 10.600 milions en els nou primers mesos del 2023 i, en una altra part, a despalanquejar-se (disminució del deute en 14.480 milions d'euros en relació amb el tancament del 2022).

Pel costat dels actius, cal destacar que l'estoc d'actius financers bruts va augmentar en 82.300 milions d'euros entre el 4T 2022 i el 3T 2023, la qual cosa va reflectir una revaloració de 71.700 milions d'euros i la ja esmentada adquisició neta d'actius financers de 10.600 milions d'euros en els tres últims trimestres.

Quan analitzem el desglossament de l'adquisició neta d'actius, s'observa, des del final del 2022, una recomposició dels actius financers des de dipòsits cap a instruments amb una major rendibilitat, com les lletres del Tresor i els fons d'inversió. En concret, les llars van invertir en valors de deute públic per valor de 19.800 milions d'euros i en participacions en el capital i en fons d'inversió per valor de 18.440 milions. En canvi, van reduir l'efectiu i els dipòsits per valor de 28.200 milions d'euros.

Pel costat dels passius, les famílies es van continuar despalanquejant en els tres primers trimestres del 2023 i van reduir el deute en 14.480 milions d'euros en relació amb el tancament del 2022 (el –2,1%), fins als 689.000 milions, quantitat que representa el 48% del PIB, 4,3 punts menys que en el tancament de l'any precedent i el millor registre des del 2002.

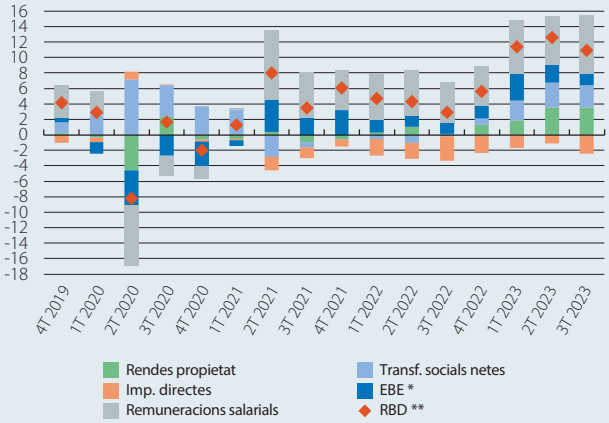
A conseqüència d'aquestes tendències, s'ha produït un creixement de la riquesa financera neta de les famílies de 97.300 milions en relació amb el 4T 2022, fins a superar lleugerament els 2,05 bilions d'euros, xifra que representa el 142,9% del PIB, una ràtio 2,4 p. p. inferior a la del tancament del 2022, a causa de l'augment del PIB nominal.

En suma, l'enfortiment de la situació financera de les famílies a nivell agregat permet un cert optimisme. Gràcies a aquest matalàs, el consum de les llars podrà continuar creixent en els propers trimestres i es mantindrà com un factor important de suport per al conjunt de l'economia espanyola.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: renda disponible de les llars

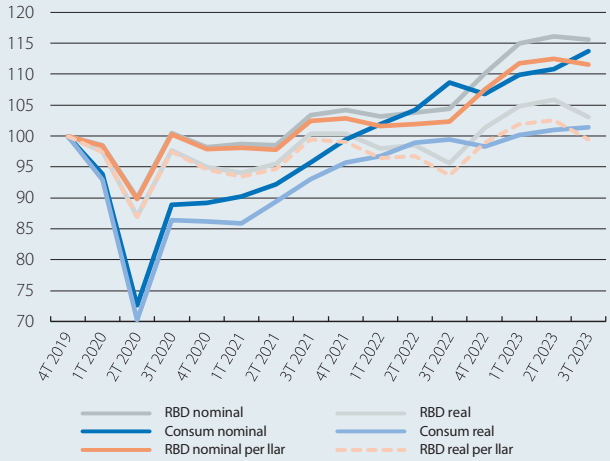
Variació anual (%) i contribucions (p. p.)



Notes: ** EBE equival a excedent brut d'explotació. ** RBD equival a renda bruta disponible.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: renda bruta disponible i consum de les llars

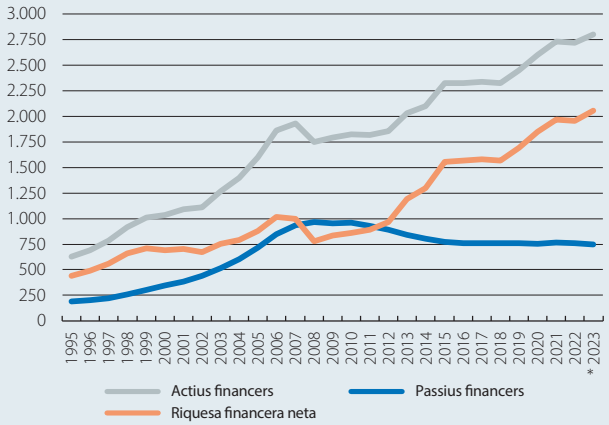
Nivell (100 = 4T 2019)



Notes: *Dades desestacionalitzades. * RBD equival a renda bruta disponible.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: balanç financer de les llars

(Milers de milions d'euros)



Nota: ** 3T 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

La despesa en rebuts de les llars espanyoles el 2023, un respir després d'un 2022 d'infart

La inflació elevada ha condicionat el consum de les llars des del final de la pandèmia, tot i que, al llarg del 2023, es va anar moderant i va acabar l'any en cotes més moderades. Al desembre, es va situar, en concret, en el 3,1%. En gran part, aquesta moderació s'ha degut a l'abaratiment considerable dels preus de l'energia. Per exemple, el component elèctric de l'IPC va caure el 36,8% en el conjunt de l'any.[1] Però com ha acabat evolucionant la despesa de les llars en partides essencials, com la dels subministraments bàsics?

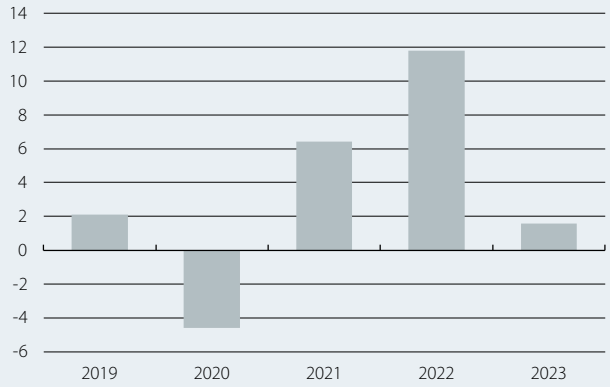
Des de CaixaBank Research analitzem setmanalment la despesa amb targetes i mitjançant reintegraments al Monitor de Consum, que es pot trobar a la nostra pàgina web, i mensualment al Portal d'Economia en temps real. Així mateix, examinem com, el 2022, es va traslladar l'impacte de la crisi energètica als rebuts de llum i gas de les llars.[2] En aquest article, explorarem l'evolució de la despesa total de les llars mitjançant rebuts domiciliats i de la seva partida principal, els subministraments bàsics (aigua, llum, gas i telèfon).[3] Per fer-ho, analitzem, de forma totalment anonimitzada, els rebuts domiciliats als comptes bancaris de CaixaBank, un dels principals canals de pagament de les llars.[4]

L'evolució de la despesa mitjançant rebuts en aquests cinc últims anys ve marcada per la pandèmia i per la crisi energètica posterior. Les restriccions derivades de la COVID-19 van impactar sobre el consum dels espanyols, i això es va reflectir en una reducció del 4% de la despesa total mitjançant rebuts el 2020. Aquesta aturada va anar seguida de dos anys de fortes pujades: la despesa mitjançant rebuts va créixer el 6,4% el 2021 i l'11,8% el 2022. En comparació, l'IPC general es va situar en el 3,1% el 2021 i en el 8,4% el 2022. És a dir, l'import dels rebuts va augmentar al voltant de 3 p. p. per damunt del cost de vida. El 2023, la situació va fer un tomb: la despesa mitjançant rebuts va créixer l'1,5%, 2 p. p. per sota de la inflació mitjana de l'any.

Entre els subministraments bàsics (aigua, llum, gas i telefonia), en què el consumidor té menys marge d'ajust durant una crisi, observem unes diferències marcades (vegeu el segon gràfic). En aigua i en telefonia, la despesa va ser força similar durant tot el període analitzat. El rebut mitjà d'aigua el 2023 va ser el 2% inferior al del 2022, mentre que el de telefonia va ser l'1% superior. En canvi, la despesa en subministraments energètics ha estat molt més volàtil. L'import mitjà del rebut d'electricitat va augmentar el 23% el 2022, però va recular el 21% el 2023, de manera que, el 2023, les llars van pagar un rebut el 6% inferior al del 2019. De manera similar, el rebut del gas va augmentar el 17% el 2022, però es va reduir el 13% el 2023, i va acabar sent d'un import el 10% inferior al del 2019. Com les variacions de preus del gas i de l'electricitat entre el 2019 i el 2023 han estat menors, aquestes reduccions reflecteixen, fonamentalment, l'esforç de les famílies per reduir el consum d'energia.

Espanya: evolució de la despesa total mitjançant els rebuts domiciliats

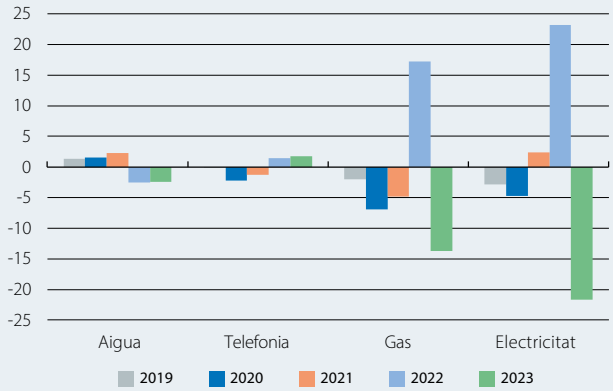
Variació interanual (%)



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

Espanya: evolució del rebut mitjà per categoria de subministrament

Variació interanual (%)



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

1. Per a més detalls sobre la contribució del component energètic a la inflació, vegeu el Focus «La importància dels costos intermedis en les dinàmiques de la inflació a Espanya», a l'IM01/2024.
2. Vegeu, per exemple, els Focus «L'evolució dels rebuts de la llum de les llars espanyoles el 2022», a l'IM12/2022, i «Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?», a l'IM01/2022.
3. El desglossament de la despesa mitjançant rebuts mostra que correspon, majoritàriament, al pagament de subministraments (el 27%), d'assegurances (el 21%) i de lloguers (el 15%).
4. La despesa mitjançant domiciliacions bancàries correspon al 20% de la despesa total realitzada el 2023 mitjançant targeta, reintegraments i rebuts, segons dades internes.

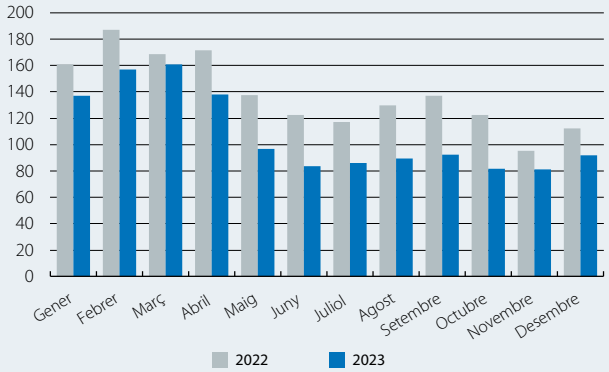
Analitzant la factura energètica per import mensual, veiem que, en tots els mesos del 2023, va ser inferior a la del 2022 (uns 30 euros, de mitjana) i, en especial, entre el maig i l'octubre (amb un import el 31% inferior). Així, les llars van pagar, de mitjana, 108 euros de llum i de gas el 2023, per sota dels 138 euros del 2022 (i dels 115 euros del 2019).

De cara al 2024, cal esperar que la retirada gradual de les diferents mesures antiinflació planejada al llarg de l'any tingui un cert impacte sobre la factura energètica. Des de CaixaBank Research, ho continuarem monitorant en temps real.[5]

Zoel Martín Vilató i Josep Mestres Domènech

Espanya: import mitjà dels rebuts energètics

(Euros)



Nota: *Inclou els rebuts de llum i de gas.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes.*

5. Enguany inclourem l'evolució dels rebuts a la despesa amb targetes i mitjançant reintegraments al Monitor de Consum i al Portal d'Economia en temps real.

Impacte sobre els comptes públics de l'extensió parcial de les mesures antiinflació el 2024

El Govern va aprovar, al final del 2023, un decret, convalidat pel Congrés al gener, per ampliar de manera parcial el 2024 les mesures econòmiques de suport per mitigar l'impacte de la inflació implantades el 2022-2023. Aquesta pròrroga d'algunes de les mesures tindrà un impacte a l'alça sobre el dèficit públic relativament contingut, al mateix temps que evitarà el repunt brusc de la inflació que s'hauria produït amb el venciment total de les mesures al gener del 2024. Tot seguit, analitzem la situació dels comptes públics a Espanya, valorem l'impacte de l'extensió parcial de les mesures de suport sobre les llars i sobre el teixit productiu i n'avaluem el cost fiscal.

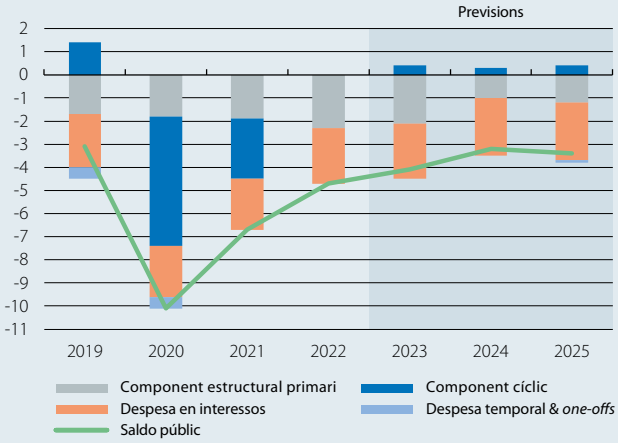
El dèficit públic a Espanya: estat de la qüestió al començament del 2024

En els últims anys, Espanya ha reduït de manera important el dèficit públic després de la forta alça registrada el 2020 arran de les polítiques de suport per fer front a la pandèmia (va assolir el 10,1% del PIB). El 2023, s'espera que se situï (la dada final la sabrem al març) al voltant del 4,0% del PIB. De cara al 2024, el Pla Pressupostari de l'octubre, en un escenari inercial que no incorporava noves mesures com l'extensió parcial del pla de xoc, situava el dèficit públic del 2024 en el 3,0% del PIB, basat en la hipòtesi d'un augment dels ingressos públics del 5,8% interanual i de la despesa pública del 3,7%. Aquestes projeccions no difereixen gaire de les de la Comissió Europea. En concret, la Comissió esperava un dèficit públic abans de l'extensió del pla de xoc del 3,2% del PIB el 2024 i del 3,4% del PIB el 2025, que s'explica, principalment, pel dèficit estructural –el 2024, l'1% de dèficit estructural primari i una despesa d'interessos del 2,5%. En canvi, el saldo cíclic ja no presenta dèficit després del retorn de l'economia espanyola al seu PIB potencial.

Les claus de la pròrroga de les mesures i impacte sobre els comptes públics

El 2023, el Govern va desplegar un pla de xoc per mitigar l'elevada inflació, amb un cost fiscal de 15.000 milions d'euros, que, segons la quantificació de l'AiREF, va representar l'1% del PIB. El pla estava format per una sèrie de descomptes fiscals en energia i en aliments, que van reduir els ingressos públics en 6.000 milions d'euros, i per un conjunt de mesures de suport a particulars i al sector productiu –ajudes generalitzades per viatjar en transport públic, finançament del límit de la tarifa d'últim recurs (TUR) de gas i un conjunt d'ajudes sectorials–,[1] que van incrementar la despesa pública en 9.000 milions d'euros.

Espanya: saldo públic
(% del PIB)



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

Les previsions de dèficit públic per al 2024 presentades en la secció anterior suposaven que el pla de xoc del 2023 dequeia pràcticament en la seva totalitat l'1 de gener del 2024, la qual cosa donava lloc a un estalvi de prop de 15.000 milions enguany. No obstant això, al final de desembre, el Govern va anunciar una pròrroga parcial d'algunes de les mesures del pla de xoc per al 2024, que les Corts van aprovar al gener. Fins a quin punt aquesta extensió parcial implicarà una desviació dels objectius de dèficit del 2024? Per respondre aquesta pregunta, és clau analitzar detalladament les noves mesures i avaluar-ne el cost fiscal:

- En primer lloc, destaca la reversió parcial i esglaonada, al llarg del 2024, de les retallades impositives de la factura elèctrica adoptades el 2022-2023. En el cas del gas, l'1 de gener, l'IVA va augmentar del 5% al 10% i tornarà a augmentar després del 31 de març, per tornar al tipus anterior a l'adopció de les mesures del 21%. En el cas de l'IVA sobre l'electricitat, també va pujar del 5% al 10% l'1 de gener, però es mantindrà en el 10%[2] tot el 2024 i no tornarà al 21% fins al 2025. Pel que fa a l'impost especial

1. Van incloure: descomptes sobre combustibles per a transportistes professionals que utilitzessin gasoil; a agricultors i a ramaders, ajudes directes per als titulars d'una autorització de transport pel consum estimat; ajudes directes a l'agricultura per l'encariment dels fertilitzants; ajudes al sector pesquer i a la ceràmica; ajudes sectorials del Fons Espanyol de Garantia Agrària (FEGA) per la sequera...
2. La rebaixa de l'IVA afecta els consumidors amb una potència contractada inferior o igual a 10 kW. Gairebé totes les llars es beneficien de la disminució d'aquest gravamen. El tipus del 10% en l'IVA s'aplicarà també al 70% dels contractes de subministrament d'electricitat d'empreses i de negocis (no domèstics).

d'electricitat (IEE), que, des del setembre del 2021, es va reduir des del 5,11%[3] al mínim legal del 0,5%, el 2024, augmentarà de manera esglaonada. L'extensió parcial d'aquestes rebaixes fiscals restarà prop de 1.800 milions d'ingressos en relació amb un retorn als tipus normals al gener del 2024.

- En aliments, es prorroga fins al 30 de juny l'IVA al 0% en aliments bàsics i al 5% en pastes. La gran novetat és que l'IVA de l'oli, que estava rebaixat al 5% (el seu tipus normal és el 10%), es torna a abaixar al 0%.[4] Aquestes mesures reduiran en gairebé 1.200 milions els ingressos públics en relació amb un retorn als tipus normals al gener del 2024.
- Pel costat de la despesa, el finançament en la primera meitat del 2024 dels límits aplicats al creixement de la tarifa d'últim recurs de gas (TUR)[5] podria tenir un cost fiscal de 500 milions. I, en transport públic, s'han estès les mesures del 2023 a tot el 2024. Es destinen 1.400 milions d'euros a la gratuïtat, per als usuaris freqüents, dels Serveis de Rodalia, dels Servei Regionals de Rodalies i de la Mitja Distància, així com el 30% de descompte per al transport públic de titularitat autonòmica i local.[6]

En definitiva, estimem que el cost fiscal del conjunt de totes aquestes mesures podria ascendir gairebé als 5.000 milions d'euros, el 0,3% del PIB.

L'extensió parcial del pla de xoc implicarà, per tant, una pressió a l'alça sobre el dèficit fiscal d'enguany d'unes 3 dècimes en relació amb les previsions del Pla Pressupostari i de la Comissió, que suposaven que no hi havia una pròrroga per a enguany, de manera que el dèficit se situaria al voltant del 3,3%-3,5% del PIB. Aquest impacte a l'alça sobre el dèficit de 3 dècimes serà compensat parcialment en 1 o en 2 dècimes per un creixement del PIB superior a l'esperat fa uns mesos; el creixement del PIB nominal el 2023 ha estat del 8,6%, superior a les previsions (la Comissió Europea preveia un creixement del 7,7% i el Pla Pressupostari, del 8,3%), i la bona dada del 4T 2023 tindrà un efecte arrossegament sobre el creixement del 2024. D'aquesta manera, tenint en compte el cost fiscal de l'extensió i la incorporació de les últimes dades macro, el dèficit del 2024 se situaria en el rang 3,1%-3,4% del PIB. En quina part d'aquest rang ho acabi fent dependrà, entre altres coses, de quina sigui la xifra amb què tanqui el dèficit el 2023 o, dit d'una altra manera, del punt de partida per al 2024 i de si els pressupostos per a enguany acaben incorporant mesures addicionals.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: impacte de l'extensió parcial de les mesures antiinflació el 2024 en relació amb una eliminació total al gener del 2024

	Impacte anual dèficit (milions d'euros)
Mesures d'ingressos (menys recaptació)	
IVA electricitat: pujada del 5% al 10% (tipus normal: 21%) tot el 2024	–1.500
Impost especial electricitat: del 0,5% al 2,5% en el 1T, al 3,8% en el 2T i al 5,11% després	–200
IVA gas: del 5% al 10% en el 1T i al 21% (previsiblement) després	–50
IVA aliments: fins al 30 de juny IVA essencials i oli 0%, pasta 5%	–1.200
Mesures de despesa (més despesa)	
Ajudes transport	1.440
Finançament de la tarifa d'últim recurs (TUR) de gas natural	500

Font: *CaixaBank Research, d'acord amb una extrapolació de l'impacte el 2023.*

3. La base imposable és la factura de la llum determinada en funció del consum elèctric i de la potència contractada.
4. No obstant això, aquesta mesura encara no ha entrat en vigor. Ho farà quan el Congrés aprovi l'esmena al decret que l'abaixa al 0%.
5. Impedeixen un increment de cost de la primera matèria per damunt del 15% i limiten la pujada trimestral, aproximadament, al 5%, així com l'existència de la TUR veïnal, a la qual es poden acollir les comunitats de propietaris amb calefacció central de gas natural.
6. Independentment, a diferència de l'any passat, de si les autoritats autonòmiques/locals ho complementen amb un descompte addicional del 20%.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Indústria									
Índex de producció industrial	2,8	–	1,3	–1,8	–1,9	–	0,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,8	–6,5	–4,5	–5,3	–8,2	–8,1	–9,5	–6,5	–5,2
PMI de manufactures *(valor)*	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	46,3	46,2	49,2
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	15,4	–	–1,8	1,7	4,2	–	–1,1	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	29,0	–	10,2	3,5	–3,0	–	–9,4	...	...
Preu de l'habitatge	7,4	3,9	3,5	3,6	4,5	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	129,8	–	90,7	40,6	21,8	...	19,2	...	...
PMI de serveis *(valor)*	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	51,0	51,5	52,1
Consum									
Vendes comerç al detall	0,9	6,0	6,7	6,1	6,9	4,4	5,0	3,1	...
Matriculacions d'automòbils	–3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,0	10,6	7,3
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–26,5	–19,2	–22,5	–19,0	–16,1	–19,2	–19,4	–18,5	–18,8
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	3,9	–	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
PIB	**5,8**	**2,5**	**4,1**	**2,0**	**1,9**	**2,0**	–	–	–

Preus

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,2	3,1	3,4
Subjacent	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	4,5	3,8	3,6

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,9	–	20,5	12,3	4,5	–	0,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	33,4	–	24,0	10,7	–1,2	–	–5,5	...	...
Saldo corrent	**8,2**	**–**	**22,1**	**28,2**	**35,2**	**–**	**36,4**	**...**	**...**
Béns i serveis	16,3	–	31,6	42,8	54,6	–	58,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	–8,1	–	–9,5	–14,6	–19,4	–	–21,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**20,7**	**–**	**36,3**	**42,1**	**49,4**	**–**	**51,4**	**...**	**...**

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	4,9	0,6	1,7	0,4	–0,3	0,4	0,3	1,0	...
A la vista i estalvi	7,9	–4,6	0,3	–4,0	–6,9	–7,7	–7,8	–7,5	...
A termini i preavís	–19,7	51,7	7,7	40,1	69,5	89,4	89,4	99,2	...
Dipòsits d'AP	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	13,6	0,6	...
TOTAL	**5,2**	**1,1**	**2,1**	**0,8**	**0,5**	**1,0**	**1,2**	**1,0**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,7	–2,6	–0,9	–2,2	–3,4	–3,7	–3,8	–3,4	...
Empreses no financeres	0,9	–3,4	–1,0	–2,7	–4,6	–5,3	–5,6	–4,8	...
Llars - habitatges	1,0	–2,6	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,4	–3,2	...
Llars - altres finalitats	–0,6	–0,3	–0,1	–0,4	0,0	–0,6	0,0	–0,6	...
Administracions públiques	0,2	–3,4	–0,2	–3,3	–4,6	–5,5	–7,1	–3,6	...
TOTAL	**0,7**	**–2,6**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,8**	**–4,0**	**–3,5**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**3,5**	**–**	**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.*

Dinamisme renovat de l'economia portuguesa

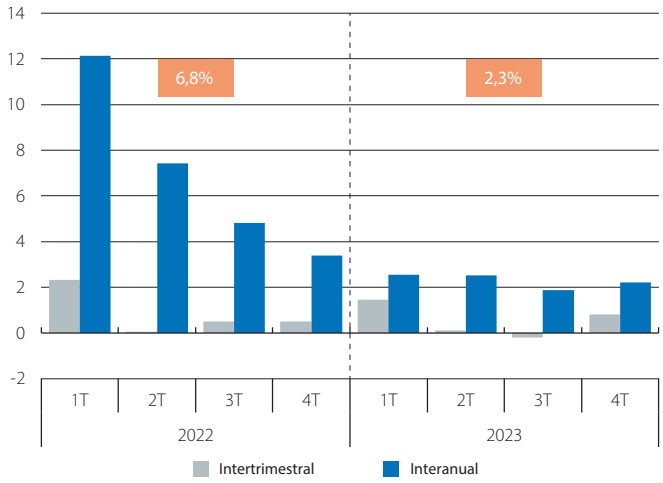
L'economia portuguesa va créixer el 2,3% el 2023. Les dades preliminars del PIB publicades per l'INE indiquen una acceleració notable del creixement en l'últim trimestre del 2023, amb un avanç del 0,8% intertrimestral i del 2,2% interanual en el 4T 2023. D'aquesta manera, en el conjunt del 2023, el creixement es va situar en el 2,3%, 1 dècima per sota de la previsió de CaixaBank Research. El dinamisme del creixement trimestral es va sustentar en una acceleració de la demanda interna, sobretot del consum privat, i, en especial, de la despesa en béns duradors, segons es dedueix de l'embranzida de les vendes d'automòbils en els últims mesos de l'any. Per la seva banda, la demanda externa va reduir l'aportació negativa al creixement del PIB, gràcies al bon funcionament de les exportacions de serveis, en especial del turisme, el comportament del qual durant la temporada baixa va sorprendre positivament. Els primers indicadors coneguts del gener mostren una evolució favorable, tant dels indicadors sintètics d'activitat com dels de clima de confiança.

Repunt de la inflació al gener. La inflació general va repuntar al gener fins al 2,3% des de l'1,4% del desembre. Aquest increment s'explica per l'augment de la inflació de l'electricitat, en comparació amb la baixada del gener de l'any passat, i per la finalització de l'exempció de l'IVA sobre alguns aliments de primera necessitat. No obstant això, la inflació subjacent va continuar reculant, fins a situar-se en el 2,5% (*vs.* el 2,6% del mes anterior). El 2024, no esperem que la inflació per al conjunt de l'any se situï per sota del 2%. Els preus de l'energia, que van ser un factor important en la moderació de la inflació el 2023, tindran una contribució més residual.

Excel·lent any turístic el 2023. El nombre de visitants va superar per primera vegada la barrera dels 30 milions, al voltant del 2,5% per damunt de l'estimació de CaixaBank Research. Aquesta dada situa la xifra de turistes en un nivell el 12% superior a l'any anterior a la pandèmia. El Regne Unit va continuar sent el principal mercat emissor el 2023 (el 18,4% de les pernoctacions de no residents), tot i que el major creixement es va produir en els turistes procedents del Canadà i dels EUA. De cara al 2024, preveiem un nou creixement del sector, tot i que més moderat, tenint en compte l'alentiment tant de l'activitat als principals països emissors com del turisme interior dels residents.

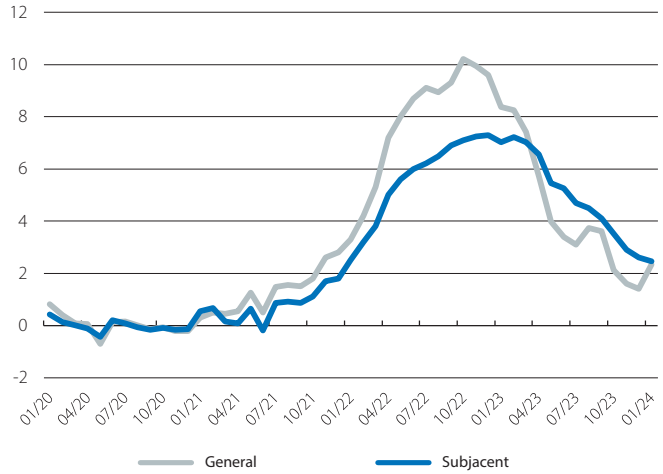
Forta millora dels comptes públics. Les dades d'execució mensual en la comptabilitat pública apunten a un superàvit de l'1,6% del PIB el 2023 (un cop exclosa la partida extraordinària relacionada amb el Fons de Pensions de la CGD), que contrasta amb el dèficit de l'1,4% del 2022. Aquest comportament s'explica pel notable creixement dels ingressos (el +12,1%) i per un augment més contingut de les despeses (el +4,4%). Per la seva banda, la ràtio de deute públic es va situar en el 98,7% del PIB (el 112,2% el 2022), la més baixa des del 2010.

Portugal: PIB
Variació (%)



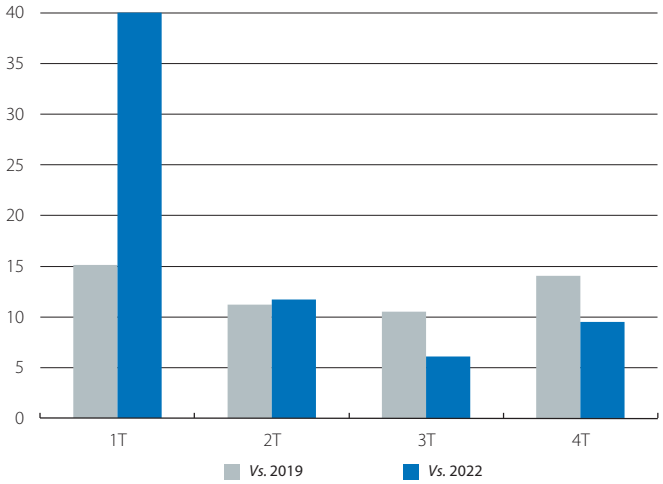
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC
Variació interanual (%)



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

Portugal: nombre d'hostes per trimestre
Variació en els trimestres del 2023 en relació amb el mateix període (%)



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

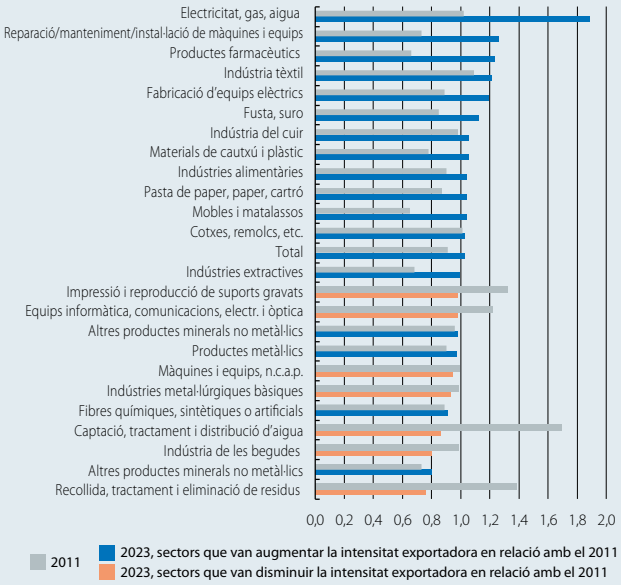
Les empreses portugueses mantenen l'impuls exportador

Des de la crisi del 2008, les empreses portugueses s'han orientat més cap al mercat exterior. Tant és així que, des del 2011, el creixement mitjà anual de les exportacions de béns i de serveis (exclòs el turisme)[1] ha estat del 5,6% a preus corrents. En aquest article, analitzem com l'economia portuguesa ha sabut mantenir l'impuls exportador en l'última dècada i quines són les principals característiques de les seves exportacions.

En primer lloc, en els últims anys, han crescut amb més intensitat els béns i els serveis que més s'exportaven. Així, les 15 majors categories representen el 79% de les exportacions totals el 2023, 3 p. p. més que el 2011. Les categories que més han augmentat el seu pes han estat els serveis informàtics i d'R+D i els productes farmacèutics. Les exportacions de tèxtils han evolucionat en sentit contrari, ja que han reduït el seu pes al 6% del valor exportat des del 8% que representaven el 2011. Les vendes de maquinària i d'aparells elèctrics i de material de transport continuen ocupant les primeres posicions, amb el 12,1% i el 10,4%, respectivament.

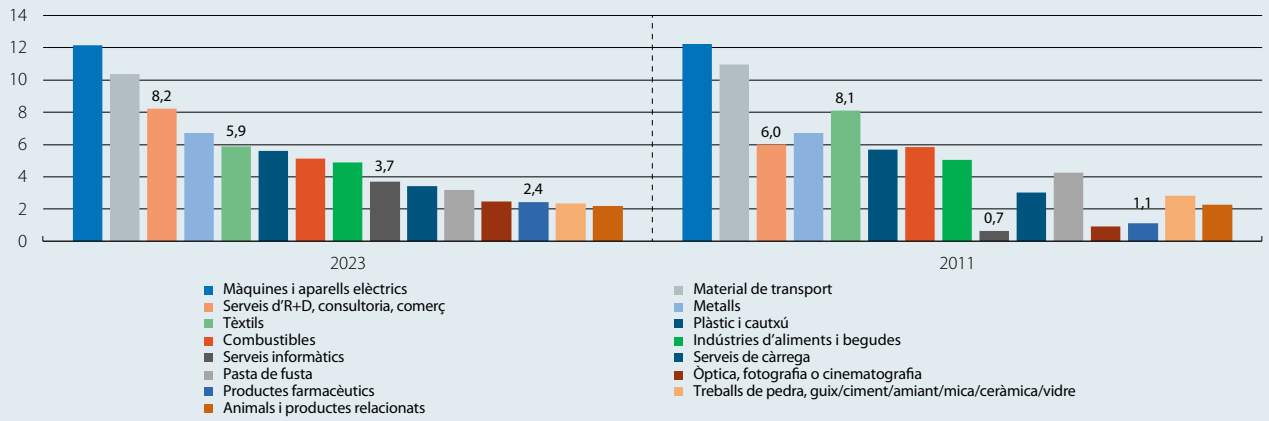
En segon lloc, també ha augmentat la intensitat exportadora de la indústria.[2] Entre el 2011 i el 2023, la facturació global del sector industrial va créixer al voltant del 25%, una xifra que puja al 40% en la destinada als compradors exteriors, la qual cosa es tradueix en un increment de 12 p. p. de la intensitat exportadora de la indústria portuguesa. De fet, en general, els sectors que han millorat la intensitat exportadora han presentat una evolució més positiva que els sectors que depenen més de l'activitat interna. Per sectors, destaquen les *utilities*, amb un pes elevat en la facturació total (el 15%), però també es van registrar increments molt significatius en sectors més petits, com el farmacèutic i la reparació, el manteniment i la instal·lació d'equips i de maquinària. Aquests dos segments, que representen, només, l'1,3% i l'1,6%, respectivament, de la facturació global, van registrar increments notables del seu negoci als mercats internacionals, tal com es recull al segon gràfic.

Portugal: intensitat exportadora de la indústria
(Creixement del volum de negocis a l'estranger de cada sector/creixement del volum de negocis total de cada sector)



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

Portugal: estructura de les exportacions de béns i de serveis (sense turisme)
Exportacions de cada sector sobre el total d'exportacions (%)



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

1. De l'anàlisi d'aquest article, eliminem l'epígraf de viatges i turisme i el de transport de passatgers.
2. La intensitat exportadora es calcula com la ràtio entre el volum de negoci als mercats exteriors i la xifra de negoci total de cada sector.

Portugal: exportacions de béns i de serveis (sense turisme) per país de destinació

Milions d'euros	2011	2023	Creix. anual mitjà (%)	Pes de les export. (%)		2011	2023	Creix. anual mitjà (%)	Pes de les export. (%)
Espanya	11.222	21.238	5,5	22,1	Irlanda	329	1.580	14,0	1,6
França	5.920	11.971	6,0	12,5	Polònia *	372	1.056	9,1	1,1
Alemanya	6.405	10.566	4,3	11,0	Suècia *	407	992	7,7	1,0
Regne Unit	3.286	7.009	6,5	7,3	el Marroc *	354	914	8,2	1,0
EUA	1.908	6.607	10,9	6,9	Turquia *	276	845	9,8	0,9
Països Baixos	2.005	3.635	5,1	3,8	Xina *	330	715	6,7	0,7
Itàlia	1.819	3.569	5,8	3,7	Romania *	215	604	9,0	0,6
Bèlgica	1.568	2.545	4,1	2,7	Rep. Txeca *	276	592	6,6	0,6
Brasil	1.108	2.040	5,2	2,1	Eslovàquia *	84	528	16,6	0,6
Suïssa	819	1.741	6,5	1,8	Luxemburg	172	499	9,3	0,5
Angola	2.812	1.719	-4,0	1,8					
Exportacions de béns i de serveis						49.662	95.972	5,6	

Nota: ** No hi ha informació sobre els serveis, només exportacions de béns.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i del Banc de Portugal.*

Arran de la major intensitat exportadora, també ha augmentat el pes de les exportacions en el PIB português. Considerant només les exportacions sense activitat turística, van representar el 35% del PIB el 2023, és a dir, 8 p. p. més que el 2011, impulsades, en gran part, per les de béns, però també cal tenir en compte la contribució gens menyspreable de les exportacions de serveis, on destaquen els serveis informàtics, els de comunicació i l'R+D, que, en termes mitjans anuals, van créixer el 14,4% en el període analitzat.

Finalment, pel que fa a les principals destinacions de les exportacions portugueses, cal assenyalar que les cinc primeres (Espanya, França, Alemanya, el Regne Unit i els EUA) no han variat des del 2011, tot i que hi ha hagut canvis de posició entre elles i hi ha signes de major penetració en mercats més petits, com Irlanda, Polònia i Suècia. Destaquen, en particular, els casos d'Irlanda, d'Alemanya i dels EUA, on les exportacions de tecnologia, de serveis informàtics i d'informació van anotar creixements anuals importants, del 32%, del 24% i del 18%, respectivament. Dins l'àmbit dels béns exportats, destaquen els productes farmacèutics, amb un creixement mitjà anual del 13%. En aquest cas, sobresurten els mercats nord-americà, irlandès, polonès i italià, amb creixements mitjans anuals del 37%, del 34%, del 28% i del 17%, respectivament (vegeu la primera taula).

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: exportacions

	Milions d'euros		% del PIB		
	2011	2023	2011	2023	Var. en p. p.
Béns	39.554	71.852	22,5	27,4	4,9
Serveis	17.681	47.834	10,0	18,2	8,2
Sense turisme	10.108	24.121	5,7	9,2	3,4
Sense turisme ni transport de passatgers	7.782	19.579	4,4	7,5	3,0
Béns i serveis	57.235	119.685	32,5	45,6	13,1
Béns i serveis sense turisme	49.662	95.972	28,2	36,5	8,3
Béns i serveis sense turisme ni transport de passatgers	47.336	91.431	26,9	34,8	7,9

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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Índex coincident d'activitat	5,8	3,4	3,7	3,7	3,4	2,8	2,6	2,9	...
Indústria									
Índex de producció industrial	0,4	...	1,0	–5,0	–4,6	...	–1,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,4	–7,4	–5,0	–5,6	–9,4	–9,5	–9,1	–9,2	–8,2
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	6,2	...	9,3	0,5	7,5	...	...	...	...
Compravenda d'habitatges	1,3	...	–20,8	–22,9	–18,9	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	13,8	9,1	12,9	9,1	8,1	6,4	5,6	5,3	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	158,9	19,1	117,2	52,6	24,9	19,1	21,1	19,1	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	15,1	7,5	11,1	13,4	5,8	–0,2	–1,0	1,1	5,1
Consum									
Vendes comerç al detall	4,8	...	1,7	3,0	1,5	...	2,3	...	...
Indicador coincident del consum privat	3,9	2,3	2,1	2,8	2,7	1,8	1,6	1,7	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–29,7	–28,6	–35,1	–29,4	–22,8	–27,2	–28,2	–28,2	–26,9
Mercat de treball									
Població ocupada	2,3	...	1,4	2,8	2,2	...	1,7	1,8	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,2	...	7,2	6,1	6,1	...	6,6	6,6	...
PIB	**6,8**	**2,3**	**2,5**	**2,6**	**1,9**	**...**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	7,8	4,4	8,0	4,4	3,5	1,7	1,5	1,4	2,3
Subjacent	5,6	5,1	7,1	5,7	4,4	3,0	2,9	2,6	2,5

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	23,2	...	21,6	11,8	3,0	...	–0,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	31,7	...	24,5	12,5	1,1	...	–3,0	...	...
Saldo corrent	**–2,8**	**...**	**–1,2**	**1,5**	**4,1**	**...**	**4,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	–4,7	...	–2,8	–0,3	2,1	...	3,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,9	...	1,6	1,9	2,0	...	1,3	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**–0,5**	**...**	**1,5**	**4,5**	**7,3**	**...**	**7,7**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	6,4	–2,3	0,5	–2,1	–2,6	–2,3	–1,9	–2,3	...
A la vista i estalvi	7,3	–14,8	–3,1	–9,0	–9,4	–14,8	–12,0	–14,8	...
A termini i preavís	5,2	14,8	5,4	7,5	6,9	14,8	11,9	14,8	...
Dipòsits d'AP	12,4	–12,4	11,1	1,4	5,5	–12,4	0,4	–12,4	...
TOTAL	**6,5**	**–2,5**	**0,8**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,5**	**–1,8**	**–2,5**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	1,7	–1,4	0,0	–1,2	–1,8	–1,4	–2,0	–1,4	...
Empreses no financeres	–0,6	–1,9	–2,1	–3,5	–3,5	–1,9	–3,8	–1,9	...
Llars - habitatges	3,2	–1,4	1,5	0,1	–0,9	–1,4	–1,2	–1,4	...
Llars - altres finalitats	2,9	0,2	0,0	0,4	–0,8	0,2	–0,2	0,2	...
Administracions públiques	–2,7	–5,5	–2,0	0,6	–1,4	–5,5	–0,5	–5,5	...
TOTAL	**1,6**	**–1,5**	**–0,1**	**–1,1**	**–1,8**	**–1,5**	**–2,0**	**–1,5**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,0**	**...**	**3,1**	**3,1**	**2,9**	**...**	**–**	**–**	**–**

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 de Turisme 1S 2024

Després del fort sotrac que va suposar la pandèmia per al sector, la recuperació del turisme internacional a Espanya es pot donar per pràcticament completada. Entre els 10 principals receptors mundials de turisme, Espanya ha estat la segona destinació a superar el nombre de turistes internacionals pre-COVID.

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 trimestres.

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., 2024
© Banco BPI, 2024

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