IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 463 | GENER 2022

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Política monetària als emergents: dies difícils a la vista

ECONOMIA INTERNACIONAL
El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80

ECONOMIA ESPANYOLA
La puixança de la demanda d'habitatge, una de les sorpreses més positives del 2021

ECONOMIA PORTUGUESA
Preus de l'habitatge a Portugal: fonaments sòlids o peus de fang?

DOSSIER: EL PREU DE L'ENERGIA: PRESENT I FUTUR

La crisi energètica a Europa

El mercat ibèric de l'electricitat i la pujada del preu a Espanya

Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?

Els preus del carboni: disseny i impacte macroeconòmic

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Gener 2022

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
Clàudia Canals i Nuria Bustamante
Coordinadores de l'*Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 de desembre de 2021

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Política monetària als emergents: dies difícils a la vista*
Beatriz Villafranca

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80*
Luís Pinheiro de Matos

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 La puixança de la demanda d'habitatge, una de les sorpreses més positives del 2021
Pedro Álvarez Ondina

24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Preus de l'habitatge a Portugal: fonaments sòlids o peus de fang?*
Tiago Belejo Correia

29 DOSSIER: EL PREU DE L'ENERGIA: PRESENT I FUTUR

29 *La crisi energètica a Europa*
Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

31 *El mercat ibèric de l'electricitat i la pujada del preu a Espanya*
Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

33 *Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?*
Alberto Graziano i Josep Mestres

35 *Els preus del carboni: disseny i impacte macroeconòmic*
Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

Viratge monetari

A l'inici de l'any, l'economia mundial es torna a enfrontar a l'efecte d'una nova mutació de la pandèmia. Una vegada més, les restriccions a determinades activitats i els confinaments amenacen amb tenir un impacte directe sobre el creixement, a més del que es produeix de manera indirecta a través del deteriorament de les expectatives. No obstant això, igual que la virulència del virus sembla que va perdent intensitat amb cada nova onada, també els efectes potencials sobre l'activitat es van reduint de forma gradual. L'adaptació de les decisions dels agents econòmics a la nova realitat dibuixada pel coronavirus, l'àmplia cobertura proporcionada per les vacunes, el desenvolupament d'antivirals específics per a la COVID i el manteniment de la potència de foc dels instruments de política econòmica desplegats durant la primavera del 2020 fan pensar que, aquest cop, es poden minimitzar els danys sobre l'activitat. I, malgrat que caldrà revisar a la baixa les previsions econòmiques per al 1T 2022, òmicron no hauria de canviar en excés la tendència de fons del cicle de negocis, de manera que cal esperar un efecte rebot a partir de la primavera.

Més important serà discernir si, el 2022, veurem un punt d'inflexió en les tendències presents al llarg de l'any passat amb potencial disruptiu sobre l'escenari econòmic, com els problemes en les cadenes de subministraments, les tensions inflacionistes o les exigents valoracions en alguns segments dels mercats financers. Totes elles concerneixen, en especial, els bancs centrals, que, ja al final del 2021, van començar a adaptar els seus fulls de ruta a una nova realitat en què l'intens ascens de la inflació ha estat la major sorpresa macroeconòmica, ja que ha trencat una inèrcia que es va iniciar al començament de la dècada dels noranta. La veritat és que no cal esperar canvis importants en les dinàmiques de preus, si més no fins a la segona part de l'any. De fet, en un moment en què es detectava una certa descongestió en transport i logística, òmicron tornarà a complicar la normalització en el funcionament de les cadenes globals de valor, provocarà canvis en el patró de consum de les famílies (més demanda de béns duradors i menys de serveis) i, en definitiva, dificultarà el tancament de la bretxa existent en l'actualitat entre l'oferta i la demanda. I, com més temps es mantingui aquesta anomalia present en els 12 últims mesos, més difícil serà revertir l'escalada de preus.

Per tant, en aquest context, les autoritats monetàries tornaran a ser les protagonistes en els propers mesos, quan es comencen a detectar enfocaments diferents per abordar els nous riscos entre els qui estan obligats a respondre de manera ferma a qualsevol senyal de tensionament dels preus (els bancs centrals dels països emergents, amb l'excepció de Turquia), els qui prefereixen telegrafiar al mercat una senda de normalització monetària a mitjà termini que minimitzi el risc que les expectatives d'inflació es descontrolin (els EUA, el Regne Unit, Nova Zelanda, Noruega, etc.) i, finalment, els qui mantenen la hipòtesi de transitorietat en el comportament recent dels preus i no perceben la necessitat d'ajustar les condicions monetàries més enllà d'una adaptació dels programes de compres a la nova realitat (el BCE i el Banc del Japó). Caldrà seguir de prop els efectes que poden provocar aquestes respostes divergents sobre els mercats financers i, en especial, sobre els tipus de canvi, quan, a més a més, durant l'any, es reobrirà el debat sobre com abordar la sostenibilitat fiscal de cara al futur.

És especialment significativa la bretxa que es comença a obrir entre la Fed i el BCE, perquè el banc central nordamericà ha abandonat el supòsit de transitorietat en el comportament de la inflació, accelerarà el *tapering* per finalitzar les compres de deute públic al març i, probablement, iniciarà les pujades de tipus al juny d'enguany. Tot i que potser el més significatiu és que cinc membres del Consell de la Fed pensen que, el 2024, els tipus se situaran per damunt del nivell d'equilibri (el 2,5%), la qual cosa reflecteix un augment de la preocupació pel risc d'efectes de segona ronda sobre els preus arran d'un mercat de treball tensionat. Aquest canvi en l'enfocament del banc central més important del món ha quedat diluït pel soroll provocat per la variant òmicron, però els seus efectes potencials a mitjà termini poden ser més importants que l'última mutació de la COVID. L'irònic és que, només un any i mig després que la nova estratègia de política monetària als EUA intentés comprar flexibilitat per evitar enduriments indesitjats de les condicions monetàries, ara sembla que el pèndol de la preocupació ha canviat de banda. Tot plegat confereix encara més importància a la política de comunicació dels bancs centrals en els propers mesos.

José Ramón Díez
Gener 2022

Cronologia

DESEMBRE 2021

3 La Comissió Europea autoritza el desemborsament de 10.000 milions d'euros de l'NGEU a Espanya.
8 Puja la tensió en la crisi d'Ucraïna.
28 S'assoleix un acord en la reforma laboral a Espanya.

OCTUBRE 2021

3 El Consorci Internacional de Periodistes publica la seva recerca sobre els comptes als paradisos fiscals: Papers de Pandora.
15 Es comença a estendre la variant delta plus de la COVID-19.
30 Cimera del G-20 en què es confirma l'impost mínim global de societats.

AGOST 2021

1 S'accelera la retirada de l'Afganistan dels EUA i dels aliats europeus, i els talibans recuperen el poder.
9 L'Informe sobre el Canvi Climàtic de l'ONU parla de la responsabilitat de l'home en l'escalfament global i adverteix dels canvis irreversibles durant segles.
17 La Comissió Europea va desemborsar els primers 9.000 milions d'euros dels fons NGEU a Espanya.

NOVEMBRE 2021

13 La Cimera del Clima COP26 tanca un nou acord climàtic.
15 Crisi migratòria a la frontera entre Bielorússia i Polònia.
22 Noves restriccions a la mobilitat a Europa i extensió de la variant òmicron.

SETEMBRE 2021

1 S'intensifica la crisi de la immobiliària China Evergrande.
17 Moody's revisa a l'alça la qualificació del deute de Portugal (de Baa3 a Baa2).
26 Eleccions a Alemanya, que posen fi als 16 anys de l'era Merkel.

JULIOL 2021

6 L'Iran va informar l'Agència de l'Energia Atòmica de la decisió d'enriquir urani, i diferents països no van trigar a condemnar-la.
15 La variant delta de la COVID-19 s'expandeix ràpidament per tot el món.
23 Se celebren els Jocs Olímpics de Tòquio 2020 sense públic a les grades.
30 Primera condemna a Hong Kong sota la controvertida llei de seguretat nacional.

Agenda

GENER 2022

3 Portugal: activitat turística (novembre).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
7 Portugal: ocupació i atur (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (desembre).
10 Portugal: xifra de negocis a la indústria (novembre).
11 Espanya: comptes financers (3T).
18 Xina: PIB (4T).
21 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
25-26 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
27 Espanya: enquesta de població activa (4T).
EUA: PIB (4T i 2021).
28 Espanya: avanç del PIB (4T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
31 Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: avanç del PIB (4T).
Portugal: producció industrial (desembre).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).

FEBRER 2022

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
9 Portugal: ocupació i atur (4T).
Portugal: comerç internacional (desembre).
15 Japó: PIB (4T).
17 Espanya: comerç exterior (desembre).
Portugal: preus en la producció industrial (gener).
25 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (febrer).
28 Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
Portugal: avanç de l'IPC (febrer).

Estem pitjor o millor del que esperàvem?

L'economia global està pitjor o millor del que esperàvem fa un any? Segur que teniu una opinió formada al respecte. Escoltem constantment persones qualificades que opinen de manera emfàtica i assertiva sobre la situació en què ens trobem, sobre cap a on anem i, encara més difícil, però molt més temptador, sobre el que hem de fer per modificar el nostre destí. El món està sobrediagnosticat, com diu el CIDOB al seu últim informe de prospectiva per a l'any 2022. No obstant això, els que practiquem aquest esport de risc solem posar el focus en les coses que van malament o en les que poden anar malament. En moments complexos com l'actual, és difícil ressaltar allò que va bé. Segurament, també hi ha qui peca de pessimista per curar-se en salut. Per si les coses es torcen, que no sigui dit que un no ho ha advertit. I el que és definitiu: ven més, i a Twitter un té més *likes*, si es critica allò que va malament. En fi, per tot plegat segurament molts de nosaltres tenim la sensació que el món està pitjor. Doncs no. Està millor, força millor del que esperàvem fa un any, com a mínim en termes econòmics.

Per constatar-ho, hem de prendre una mica de perspectiva i allunyar-nos de la lectura a curt termini dels últims indicadors. Si utilitzem com a referència les previsions de creixement que CaixaBank Research tenia per a l'any 2021 al gener de l'any passat, i les comparem amb l'estimació actual, no hi ha cap mena de dubte. L'any ha anat millor del que s'esperava. A nivell global, fa un any pronosticàvem un avanç del PIB del 5,5%, i avui dia tot fa pensar que el 2021 s'haurà tancat amb un creixement situat al voltant del 6,0%. La sorpresa positiva ha estat generalitzada, tant als països desenvolupats com als emergents. Per a aquests grups de països, ara esperem un creixement proper al 5,0% i al 7,0%, respectivament. Destaca la millora de la previsió de la zona de l'euro. Més enllà dels vaivens que s'han produït al llarg de l'any, finalment l'hem tancat amb un augment proper a 1 p. p. Ara esperem un creixement al voltant del 5,0%. També ha millorat la previsió per als EUA, tot i que ho ha fet de forma més tímida.

Entre els països en què l'avanç del PIB ha anat pitjor del que s'esperava, trobem Alemanya, on el sector industrial s'ha vist molt afectat per les disrupcions en les cadenes globals de subministraments, i Espanya. A Espanya, tot apunta al fet que el creixement es va apropar al 5,0% l'any passat, una mica més d'1 p. p. per sota del que esperàvem al gener del 2021. De tota manera, no tot són males notícies per a la nostra economia. L'ocupació, una variable que en aquests moments és tant o més important que el PIB per analitzar l'evolució de l'economia, ha anat molt millor del que s'esperava. El 2021 s'ha tancat amb un nivell d'ocupació efectiva (és a dir, descomptant les persones que encara estan en ERTO) clarament per damunt del nivell previ a la pandèmia. Ni el més optimista s'hauria atrevit, al començament de l'any passat, a fer un pronòstic tan positiu.

Si mirem cap endavant, les previsions de creixement per al 2022 també han millorat de forma generalitzada, malgrat els temors a la frenada que poden comportar els colls d'ampolla en el comerç global i el fort repunt de la inflació en diversos països. Una de les claus, naturalment, és l'efectivitat de les vacunes. Malgrat que no aconsegueixen frenar per complet els contagis, han reduït de forma dràstica la pressió hospitalària, de manera que les noves onades s'estan superant sense haver d'imposar restriccions a la mobilitat i a l'activitat tan estrictes. Durant el 2021, també hem comprovat que les principals economies han resistit bé les dures restriccions que es van haver d'imposar. La ràpida recuperació que han exhibit un cop aixecades aquestes restriccions ens permet mirar cap al futur amb més confiança. Finalment, també hem constatat que la política econòmica, tant en el flanc fiscal com en el monetari, ha reaccionat amb encert als reptes que la pandèmia ha imposat, i confiem que continuarà sent així durant l'any vinent.

En concret, per al 2022, esperem un creixement del 4,4% a nivell global, una previsió que se situa mig punt per damunt del que pronosticàvem al gener del 2021. Destaca la millora en la previsió que, durant els 12 últims mesos, hem realitzat per a les economies desenvolupades, propera a 1 p. p., tot i que, a les emergents, també ha millorat. Per països, és a Alemanya i a Espanya on més ha millorat la previsió de creixement, de manera que s'ha compensat la pitjor evolució del 2021. Per a Espanya, pronostiquem un avanç del PIB proper al 6,0% (una millora de més d'1 p. p. en relació amb el que esperàvem fa un any), impulsat per la recuperació del sector turístic, pel desplegament dels fons de recuperació i transformació europeus, i per l'activació de la demanda embassada.

Hi ha coses que van malament, i hi ha moltes coses que poden anar malament. Ho podeu llegir a tot arreu, també a les pàgines d'aquest informe (l'any passat, la paraula risc va aparèixer cada mes tants cops com pàgines té l'*Informe Mensual*). Però, per una vegada, per començar l'any amb bon peu, em permetreu la gosadia de ressaltar allò que va bé, i les coses que poden anar millor, que també n'hi ha. Us desitjo un feliç i pròsper any 2022.

Oriol Aspachs

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	0,75	1,50
Líbor 3 mesos	3,62	0,90	1,91	0,23	0,20	0,83	1,65
Líbor 12 mesos	3,86	1,40	1,97	0,34	0,50	1,24	1,95
Deute públic 2 anys	3,70	0,96	1,63	0,13	0,60	1,00	1,60
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	1,86	0,93	1,65	2,15	2,45
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,47	–0,46	–0,47	–0,48	–0,48	–0,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	–0,45	–0,56	–0,55	–0,51	–0,48
Euríbor 3 mesos	3,24	0,74	–0,40	–0,54	–0,53	–0,46	–0,40
Euríbor 6 mesos	3,29	0,88	–0,34	–0,52	–0,50	–0,41	–0,28
Euríbor 12 mesos	3,40	1,07	–0,26	–0,50	–0,46	–0,35	–0,15
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,45	–0,63	–0,73	–0,70	–0,40	–0,15
Deute públic 10 anys	4,30	1,69	–0,27	–0,57	–0,20	0,00	0,20
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,87	–0,36	–0,57	–0,27	–0,02	0,31
Deute públic 5 anys	3,91	2,39	–0,09	–0,41	–0,09	0,15	0,45
Deute públic 10 anys	4,42	3,40	0,44	0,05	0,45	0,60	0,85
Prima de risc	11	171	71	62	65	60	65
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,66	–0,34	–0,61	–0,40	–0,05	0,34
Deute públic 5 anys	3,96	4,30	–0,12	–0,45	–0,17	0,21	0,54
Deute públic 10 anys	4,49	5,03	0,40	0,02	0,45	0,65	0,90
Prima de risc	19	334	67	60	65	65	70
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,15	1,19
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,83
PETROLI							
Brent ($/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	80,0	65,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	70,8	56,5	52,9

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	–3,1	6,0	4,4	3,9
Països desenvolupats	*2,7*	*1,4*	*1,7*	*–4,5*	*5,2*	*3,8*	*2,6*
Estats Units	2,7	1,6	2,3	–3,4	5,4	3,5	2,6
Zona de l'euro	2,2	0,8	1,6	–6,5	5,2	4,1	2,8
Alemanya	1,6	1,3	1,1	–4,9	2,6	3,7	2,8
França	2,2	0,9	1,8	–8,0	6,7	3,6	2,1
Itàlia	1,5	–0,4	0,4	–9,0	6,2	4,2	2,6
Portugal	1,5	0,3	2,7	–8,4	4,3	4,9	2,6
Espanya	3,7	0,5	2,1	–10,8	4,8	5,5	3,6
Japó	1,4	0,5	0,0	–4,7	1,8	2,4	1,1
Regne Unit	2,9	1,2	1,7	–9,7	6,8	4,7	2,0
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*5,0*	*3,7*	*–2,1*	*6,8*	*5,1*	*4,9*
Xina	10,6	8,2	6,0	2,3	8,3	5,7	5,4
Índia	7,2	6,9	4,8	–7,0	9,2	7,3	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,4	–4,1	5,3	0,8	2,1
Mèxic	2,4	2,1	–0,2	–8,3	6,2	3,0	2,3
Rússia	7,2	1,1	1,3	–3,1	3,8	2,5	2,0
Turquia	5,4	4,9	0,9	1,6	8,3	3,3	3,9
Polònia	4,2	3,5	4,8	–2,5	5,7	5,1	3,0
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	4,3	3,1
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*1,4*	*0,7*	*3,0*	*3,3*	*1,6*
Estats Units	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,0	1,9
Zona de l'euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	2,8	1,5
Alemanya	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	3,0	1,6
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	2,7	1,5
Itàlia	2,4	1,5	0,6	–0,1	2,0	2,7	1,5
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	2,2	1,7
Espanya	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	4,5	1,2
Japó	–0,3	0,4	0,5	0,0	–0,2	0,8	0,7
Regne Unit	1,6	2,4	1,8	0,9	2,4	3,0	1,7
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,1*	*5,6*	*5,0*	*4,1*
Xina	1,7	2,6	2,9	2,5	1,0	1,7	1,4
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,0	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	7,3	7,5	3,5
Mèxic	5,2	4,2	3,6	3,4	5,4	3,9	3,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,3	4,4	4,1
Turquia	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	14,2	11,0
Polònia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,0	5,3	3,2

Previsions

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

Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	–0,1	0,9	–12,2	5,5	5,6	3,5
Consum de les AP	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,9	–0,5
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,9	4,5	–9,5	3,3	6,2	5,6
Béns d'equipament	4,9	0,0	3,2	–12,9	14,1	6,0	4,7
Construcció	5,7	–3,8	7,1	–9,6	–3,0	6,1	6,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,3	–0,3	1,3	–9,2	4,9	4,6	3,0
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	–20,1	12,0	9,2	5,7
Importació de béns i serveis	7,0	0,1	1,2	–15,2	12,2	6,6	4,2
Producte interior brut	**3,7**	**0,5**	**2,1**	**–10,8**	**4,8**	**5,5**	**3,6**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,7	2,6	–7,6	6,7	5,2	3,0
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,0	13,9	12,9
Índex de preus de consum	3,2	1,4	0,7	–0,3	3,1	4,5	1,2
Costos laborals unitaris	3,0	0,3	3,1	5,0	1,3	1,9	1,7
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,5	2,1	0,8	1,1	1,7	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	–0,1	2,6	1,1	1,7	1,8	1,9
Saldo públic (% PIB) [1]	0,4	–6,3	–2,9	–11,0	–7,7	–5,3	–3,9

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,3	3,3	–7,1	5,0	4,8	2,4
Consum de les AP	2,3	–0,5	2,1	0,4	4,6	0,8	0,2
Formació bruta de capital fix	–0,3	–1,2	5,4	–2,7	4,4	6,2	8,0
Béns d'equipament	3,2	2,7	1,6	–6,2	9,2	5,7	8,1
Construcció	–1,5	–3,5	7,7	1,6	1,5	4,5	4,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,2	3,0	–5,6	5,1	4,5	3,2
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,1	–18,7	9,4	10,4	5,9
Importació de béns i serveis	3,6	2,5	5,0	–12,2	11,0	8,7	6,8
Producte interior brut	**1,5**	**0,3**	**2,7**	**–8,4**	**4,3**	**4,9**	**2,6**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,6	1,2	–1,9	2,7	0,7	0,2
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,5	6,4
Índex de preus de consum	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	2,2	1,7
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–3,2	0,4	–1,2	–0,7	–0,5	–0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,9	1,2	0,1	1,2	1,8	1,9
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,5	0,1	–5,8	–4,3	–2,9	–1,5

Previsions

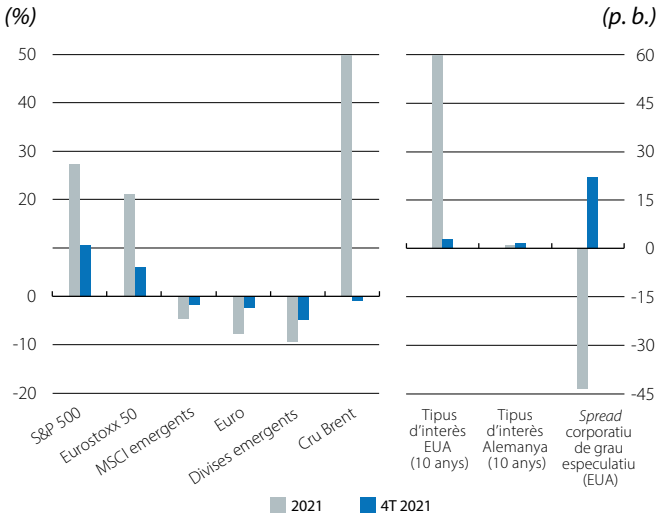
La resiliència dels mercats financers el 2021

Millora l'apetència pel risc amb les mires posades en el nou any. Com va succeir durant una gran part de l'any, al desembre, els inversors van seguir molt de prop l'evolució dels dos principals focus d'atenció: la pandèmia i la inflació. D'una banda, la relativa menor gravetat de la variant òmicron, malgrat la seva elevada propagació a nivell mundial, va alleujar una part dels temors del seu impacte sobre la recuperació econòmica. De l'altra, el tensionament de les pressions inflacionistes a gairebé tots els països va accelerar el reposicionament dels bancs centrals. A les economies avançades, es van plantejar aspectes sobre la retirada dels estímuls monetaris i, a les emergents, es van generalitzar les alces en els tipus rectors (vegeu el Focus «Política monetària als emergents: dies difícils a la vista», en aquest mateix *Informe Mensual*). En aquest entorn, els inversors, tot i que es van continuar comportant amb un cert grau de cautela, van superar l'ensopegada d'incertesa del mes anterior i van incrementar la seva preferència pels actius de risc. Així, els mercats financers van acabar l'any donant mostres de la resiliència adquirida des del començament de la pandèmia, amb alces generalitzades a les principals borses avançades i en els preus de les primeres matèries cícliques, així com en la rendibilitat del deute amb millor qualificació creditícia.

La Fed accelera el *tapering* i pronostica tres pujades de tipus el 2022. En l'esperada última reunió del FOMC, la Fed va esvair els dubtes dels inversors i va traçar els principals aspectes del seu full de ruta a mitjà termini. Amb un to més *hawkish* de l'habitual, l'entitat va eliminar el concepte de transitorietat per descriure l'elevada inflació i va admetre l'error de les estimacions inicials. A més a més, atesa la solidesa del creixement de l'activitat econòmica, va pronosticar que es podria assolir la plena ocupació el 2022. Ateses aquestes premisses, l'autoritat monetària va decidir mantenir el tipus d'interès de referència en l'interval del 0,00%-0,25% i va realitzar dos anuncis importants per als inversors. Va notificar que, a partir del gener, accelerarà el ritme del *tapering* (el ritme de reducció de les compres mensuals serà de 30.000 milions de dòlars) i avançarà el final de les compres netes d'actius al març. També, al *dot plot*, es va reflectir que la majoria dels membres del Comitè acceptaven tres pujades de tipus el 2022 (a CaixaBank Research, n'esperàvem dos) i tres més el 2023, amb una pujada mitjana del tipus oficial fins al rang de l'1,50%-1,75%. El posicionament menys acomodatici de la Fed va afavorir el desplaçament a l'alça de la corba de tipus nord-americana, amb la rendibilitat del *treasury* a 10 anys situant-se sobre l'1,50% (+60 p. b. acumulats al llarg de l'any).

El BCE també realitzarà un *tapering*, però a l'europea. Igual que als EUA, la bona evolució de l'economia de la zona de l'euro i la persistència en les pressions inflacionistes van permetre al BCE anunciar el seu pla de reducció de compres netes d'actius

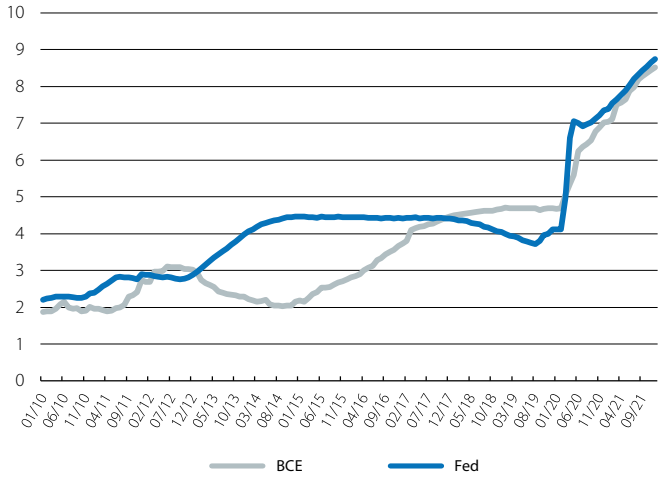
Variables financeres seleccionades: variació el 2021 i en el 4T 2021



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

Balanç dels bancs centrals

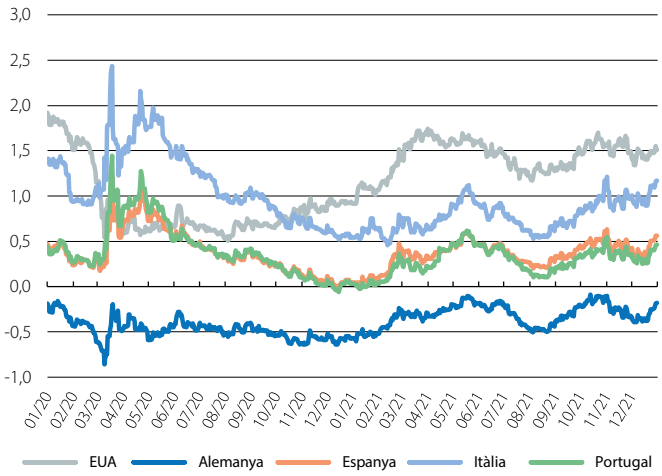
(Bilions d'euros i de dòlars)



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

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%)



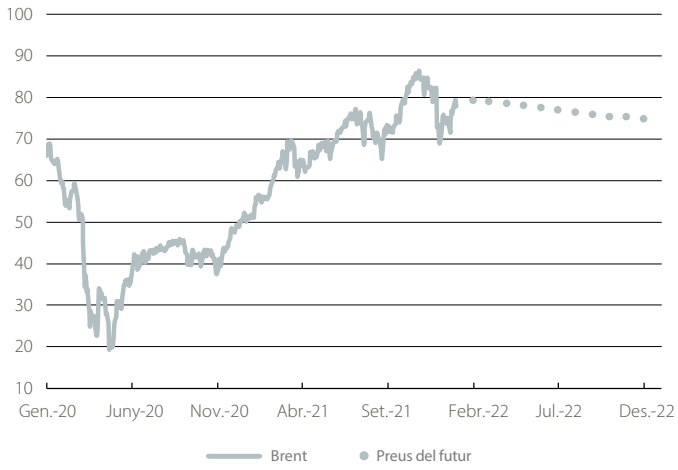
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

per al 2022, tot i que amb un objectiu força menys agressiu que el de la Fed. En concret, va anticipar la reducció del ritme de compres del PEPP (probablement, a 50.000 milions d'euros al mes) en el 1T 2022 i el seu cessament al final de març. Mentrestant, preveu augmentar les compres netes d'actius de l'APP en el 2T i en el 3T a 40.000 i a 30.000 milions d'euros, respectivament, per tornar als 20.000 milions a l'octubre. Així i tot, el balanç del BCE s'ampliaria el 2022 en 480.000 milions d'euros, menys de la meitat dels adquirits el 2021. Pel que fa a la inflació, Christine Lagarde va puntualitzar que es mantindrà elevada durant la primera meitat del 2022 i que s'estabilitzarà per sota del 2% el 2023 i el 2024. També va mantenir sense canvis la *forward guidance*, que situaria la primera pujada de tipus al final del 2023. Malgrat aquestes declaracions, l'escalada de l'IPC de la zona de l'euro al desembre i l'avanç de les pressions inflacionistes van dur una part dels inversors a preveure una possible pujada dels tipus de dipòsit per al final del 2022, aspecte que va arrossegar a l'alça les rendibilitats de les corbes sobiranes d'Alemanya i de la perifèria.

El petroli torna a cotitzar a l'alça. Després del notable descens patit al novembre, el preu del barril de Brent es va recuperar fins als 78 dòlars al desembre i va acumular una revaloració del 50% durant l'any. La publicació d'informes que reduïen el perjudici econòmic de l'òmicron, el descens dels inventaris de cru als EUA i l'oposició de l'OPEP i dels seus aliats a modificar els seus plans de producció davant el requeriment de diverses potències mundials van donar suport a l'encariment del barril en l'últim mes de l'any. Per la seva banda, al mercat de divises, la solidesa de l'economia nord-americana, unida a les mesures anunciades per la Fed, va continuar donant suport a la fortalesa del dòlar en relació amb la resta de divises. L'euro va finalitzar l'any en el seu valor mínim en 17 mesos (el –6,9% en relació amb el dòlar). Igualment, el conjunt de divises emergents també va intensificar la seva depreciació en el 4T, amb un protagonisme especial de la lira turca, que, en el mateix període, va cedir més del 30% en relació amb el dòlar.

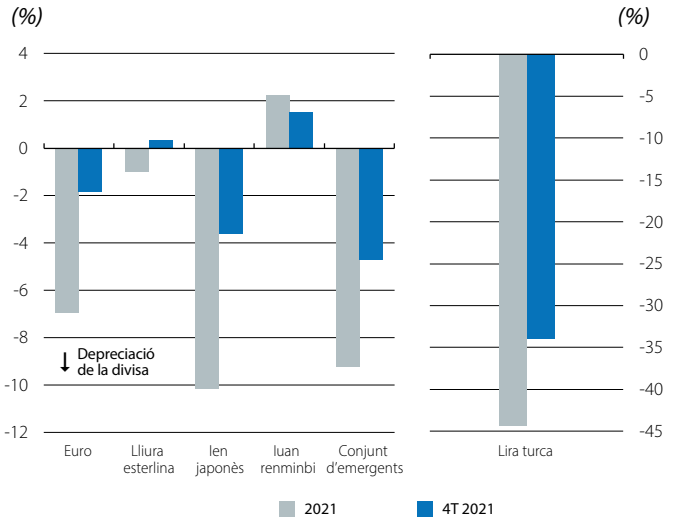
Les borses consoliden un any de forts guanys. Al desembre, la relativa millora del sentiment inversor va esperonar els principals índexs borsaris, que, a més de finalitzar el mes amb alces generalitzades, van culminar un any de guanys notables. Ni les pressions inflacionistes, ni el rècord de contagis de la variant òmicron, ni els anuncis de la retirada dels estímuls monetaris van impedir que l'S&P 500 (en nivells màxims històrics) i que l'EuroStoxx 50 (el +26,9% i el +21,0% durant l'any, respectivament) assolissin el 2021 el tercer millor registre de guanys anuals en el segle. El bon comportament dels sectors tecnològics, energètic i financer i la millora dels beneficis empresarials, per damunt de les previsions, van ser els principals catalitzadors de l'ascens borsari en la recta final de l'any. La nota menys amable la van posar els índexs dels països emergents (l'MSCI Emerging Markets, el –4,6% al llarg de l'any), el funcionament dels quals va patir els efectes del menor ritme de recuperació després de la pandèmia i de la interferència de riscos idiosincràtics.

Petroli: preu del barril de Brent
(Dòlars per barril)



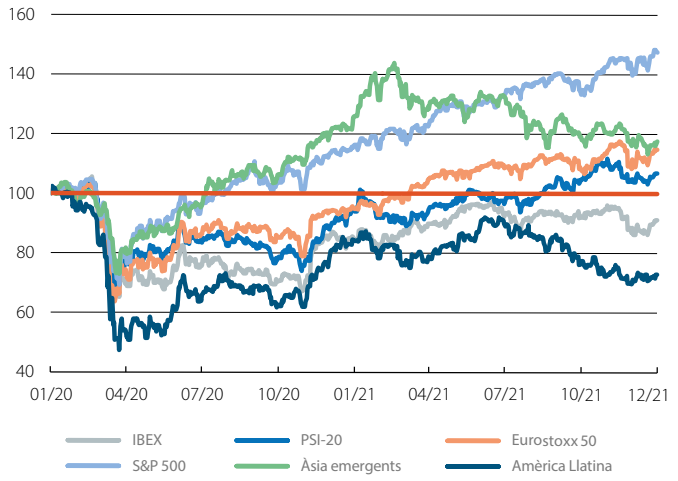
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises enfront del dòlar



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

Principals borses internacionals
Índex (100 = gener 2020)



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

Política monetària als emergents: dies difícils a la vista

L'etapa posterior a l'esclat de la COVID ha estat protagonitzada per la reducció de les restriccions als desplaçaments, per la dinamització de l'activitat econòmica i per la introducció de les vacunes. Però el cicle de recuperació també ha anat acompanyat del ràpid ascens dels preus de les primeres matèries i de la formació de colls d'ampolla en la cadena de subministraments. La suma d'aquests aspectes ha influït en el ritme de recuperació dels emergents, eminentment desigual, i ha alimentat el repunt de la inflació en un gran nombre d'aquests països. Davant aquest escenari, des de la primavera del 2021, molts dels seus bancs centrals han començat a plantejar el gir de les estratègies monetàries cap a un escenari menys acomodatici i s'han anticipat al moviment als països desenvolupats.

Factors que expliquen l'actuació dels bancs centrals

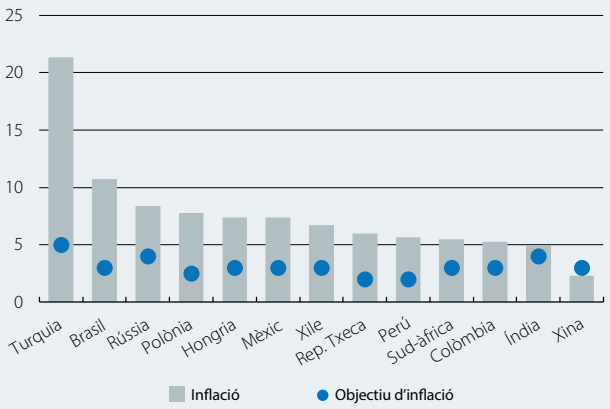
Si ens aturem a entendre el perquè de la resposta de les autoritats monetàries en l'escenari actual, trobem diversos detonants de rellevància. En primer lloc, la depreciació de les divises en els moments més incerts de la pandèmia. Cal esmentar que els bancs centrals d'aquests països solen reaccionar de forma més notable davant les variacions en el tipus de canvi de les divises que els de les economies avançades.[1] En segon lloc, i com hem apuntat més amunt, el ràpid increment de les taxes d'inflació. Ja, en el 2T 2021, en un terç d'aquests països (com, per exemple, Turquia, Rússia, el Brasil, Mèxic, l'Índia, Filipines, Hongria i Polònia), l'IPC es va situar per damunt de l'objectiu d'inflació dels bancs centrals,[2] arran, principalment, de l'encariment dels aliments i de l'energia i de la composició de les cistelles de preus[3] (vegeu el primer gràfic).

En tercer lloc, la pressió de l'augment dels dèficits fiscals, incrementats durant la pandèmia, sobre els deutes sobirans d'alguns països, ja prou inflats (com en el cas de Sud-àfrica i del Brasil), i la necessitat urgent de finançament. Malgrat que, en els últims anys, ha augmentat el nombre de països que s'han pogut endeutar en divisa local, alguns d'ells encara tenen un percentatge elevat del deute extern en dòlars, la qual cosa els exposa molt als moviments en la política de la Fed. Finalment, hi hauria les motivacions de cada banc central emergent d'avançar la

1. Aquesta funció de reacció s'ha vist modificada amb el desenvolupament dels mercats financers d'aquestes economies, tot i que encara és major que a les avançades. Vegeu «Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence (bis.org)» i «The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 (rba.gov.au)».
2. Al 65% dels països emergents, les polítiques monetàries estan enquadrades en règims de metes d'inflació.
3. Vegeu el Focus «El repunt dels preus de les primeres matèries i el seu impacte sobre la inflació», a l'IM09/2021.

Emergents: taxes d'inflació

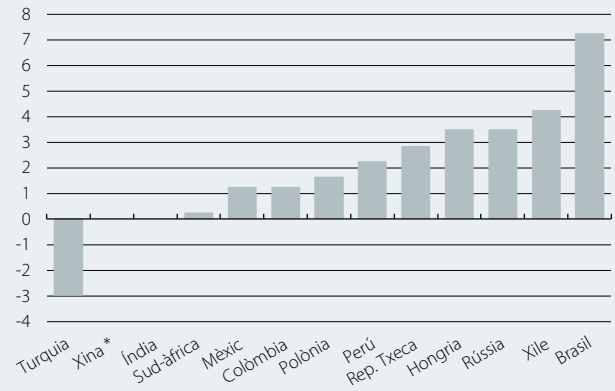
(%)



Nota: *Dades a 22 de desembre del 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels bancs centrals i de Bloomberg.*

Emergents: variació dels tipus d'interès de referència el 2021

(%)



Notes: ** A la Xina, s'ha pres com a referència el tipus d'interès de préstec. Dades a 22 de desembre del 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels bancs centrals i de Bloomberg.*

pujada de tipus d'interès a la de la Reserva Federal,[4] per evitar una sortida intensa de fluxos de capital estranger de les economies i el tensionament de les condicions financeres (com va succeir el 2013, quan la Fed va anunciar la retirada dels estímuls monetaris, *taper tantrum*).

Política monetària en el present

Des de l'estiu, la dinàmica del cicle de normalització monetària s'ha accelerat a molts països emergents. El millor exemple d'aquesta circumstància el trobem a les principals economies de l'Amèrica Llatina. Les seves autoritats monetàries s'enfronten a la gestió del repunt de la

4. Des de la dècada dels vuitanta, molts estudis han mostrat que el diferencial entre els tipus d'interès dels *treasuries* i els bons sobirans dels mercats emergents han determinat, en gran part, la demanda de deute dels països emergents.

inflació en un entorn en què els governs mantenen la pressió de la despesa pública, per combatre la pobresa agreujada per la pandèmia, i en què els aspectes idiosincràtics particulars de cada país[5] han alimentat la inestabilitat del tipus de canvi de les divises. Aquestes circumstàncies han comportat que, per exemple, el banc central del Brasil hagi protagonitzat la pujada de tipus d'interès més gran a nivell mundial el 2021 (vegeu el segon gràfic). Així mateix, la necessitat d'ancoratge de les expectatives d'inflació a mitjà termini ha influït sobre la majoria de les decisions dels bancs centrals de les principals economies de l'Europa emergent (Rússia, Polònia, Hongria i la República Txeca).

Paral·lelament, hi ha el grup de bancs centrals que encara no han apujat els tipus d'interès, però que han deixat les portes obertes a actuacions similars en els propers mesos. Aquest és el cas de les autoritats monetàries de les principals economies de l'Àsia emergent (l'Índia, Indonèsia, Filipines, Malàisia i Tailàndia), on la inflació s'ha mostrat més continguda davant la volatilitat dels preus energètics i les disrupcions de les cadenes de subministrament.

No obstant això, hi ha dues grans excepcions a aquestes polítiques monetàries: Turquia i la Xina. A Turquia, des del setembre, el banc central està duent a terme una política monetària no ortodoxa (ha rebaixat els tipus d'interès en 500 p. b., fins al 14%), tot i que la inflació interanual quadruplica l'objectiu de preus del banc central i la seva divisa travessa un episodi de feblesa rellevant. A la Xina, el Banc Popular ha optat per mantenir sense canvis la política monetària des de l'inici de la pandèmia i ha utilitzat de forma esporàdica eines alternatives, com la ràtio de reserves de la banca, per relaxar l'apreciació del iuan enfront del dòlar.

Política monetària en el futur

De cara al nou any, tots els indicadors avançats apunten al fet que, en els propers trimestres, es mantindrà el cicle de pujades de tipus d'interès al bloc emergent. Així ho perceben també els inversors, que anticipen que l'ajust monetari pot ser més ràpid i brusc que a les economies avançades. L'augment dels pendents de les corbes sobiranes als principals països emergents, superior al de la corba nord-americana, a més de mostrar la sensibilitat a la normalització monetària de la Fed, anticipa el propòsit de les autoritats monetàries emergents de millorar la credibilitat de cara als inversors, però, sobretot, de mantenir la continuïtat de l'entrada dels fluxos d'inversió cap al seu deute en divisa local.

Emergents: tipus d'interès reals

(%)

Notes: *Els tipus reals són la diferència entre els tipus d'interès de la política monetària i la taxa d'inflació. Dades a 22 de desembre del 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

En aquesta ocasió, però, s'espera que l'orientació de la política monetària de la Fed després de la pandèmia tingui un efecte més contingut sobre les finances dels emergents que el 2013, a causa de la composició actual del seu deute extern, amb un major percentatge en moneda local,[6] com hem apuntat més amunt. D'altra banda, malgrat les pujades recents de tipus d'interès, a la majoria de països emergents, els tipus d'interès reals s'han mantingut en territori negatiu i han atorgat un entorn relativament favorable per a la recuperació econòmica, aspecte que s'espera que es mantingui l'any vinent (vegeu el tercer gràfic).

El que és clar és que el 2022 no serà un any fàcil per als bancs centrals dels països emergents, quelcom que succeeix sempre que la Fed inicia un procés de pujada dels tipus d'interès.

Beatriz Villafranca

5. Entre aquests aspectes, destacaríem el risc de sostenibilitat del deute públic al Brasil, la dependència dels fluxos de capital estrangers a Mèxic, l'excés de dèficit fiscal a Xile, la inestabilitat política al Perú i la pressió del deute extern a Colòmbia.

6. Les emissions de deute en divisa local s'han accelerat després de la crisi del 2013, ja que atorguen una certa protecció a les finances domèstiques davant l'augment de les tensions externes. Vegeu «The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 (rba.gov.au)».

Tipus d'interès (%)

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2021 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	–0,57	–0,57	0	–2,7	–4,6
Euríbor 12 mesos	–0,50	–0,51	0	–0,2	–1,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,64	–0,79	15	7,1	3,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,62	–0,74	12	8,0	9,8
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	–0,18	–0,35	17	39,2	35,1
Deute públic a 10 anys (Espanya)	0,57	0,40	17	51,8	44,6
Deute públic a 10 anys (Portugal)	0,47	0,33	14	43,5	38,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 mesos	0,21	0,17	4	–2,9	–2,3
Líbor 12 mesos	0,58	0,38	20	24,1	25,0
Deute públic a 1 any	0,38	0,22	16	27,2	27,5
Deute públic a 2 anys	0,73	0,57	17	61,1	56,6
Deute públic a 10 anys	1,51	1,44	7	59,7	58,4

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

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2021 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	48	57	–10	0,1	1,3
Itraxx Financer Sènior	55	68	–13	–4,2	–2,4
Itraxx Financer Subordinat	108	130	–22	–3,0	0,5

Tipus de canvi

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,137	1,134	0,3	–6,9	–5,8
EUR/JPY (iens per euro)	130,900	128,320	2,0	3,7	4,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,841	0,853	–1,3	–5,9	–6,5
USD/JPY (iens per dòlar)	115,080	113,170	1,7	11,5	10,3

Primeres matèries

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	578,3	564,2	2,5	30,3	35,4
Brent ($/barril)	77,8	70,6	10,2	50,2	64,0
Or ($/unça)	1.829,2	1.774,5	3,1	–3,6	0,8

Renda variable

	31-desembre	30-novembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2021 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.766,2	4.567,0	4,4	26,9	30,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.298,4	4.063,1	5,8	21,0	21,9
Ibex 35 (Espanya)	8.713,8	8.305,1	4,9	7,9	7,0
PSI 20 (Portugal)	5.569,5	5.433,1	2,5	13,7	21,4
Nikkei 225 (Japó)	28.791,7	27.821,8	3,5	4,9	7,5
MSCI emergents	1.232,0	1.212,4	1,6	–4,6	0,7

L'evolució de la pandèmia continuarà marcant el ritme de l'economia mundial

La variant òmicron complica l'inici de l'any i condiciona l'escenari per al conjunt del 2022. Quan pensàvem que el pitjor ja havia passat, la ràpida expansió de la variant òmicron ens recorda que la pandèmia és lluny d'estar controlada. Tot apunta a una frenada de l'activitat en el 1T 2022, tant al bloc de les economies desenvolupades com al de les emergents. Aquest feble inici d'any pot provocar que la desacceleració que esperem per al 2022 pugui ser, fins i tot, una mica més intensa del que estimem a la data de tancament d'aquest informe. Per tant, de nou, l'escenari global torna a estar condicionat per l'evolució de la pandèmia, tot i que els avanços en la vacunació, la disponibilitat de retrovirals i l'adaptació dels agents a l'hora d'operar en un context amb restriccions i amb una incertesa elevada poden suavitzar l'impacte sobre el creixement de les mesures que s'hagin d'adoptar en cas de nous rebrots.

Els colls d'ampolla persistiran en els propers mesos. Aquest agreujament de la pandèmia prolongarà, si més no a curt termini, els problemes de les cadenes globals de subministrament, ja que la Xina continua aplicant una política de COVID zero. De fet, els costos dels nolis tornen a pujar, i caldrà veure en quina mesura aquestes pressions alcistes sobre els preus són contrarestades per la menor pressió de la demanda en un context de desacceleració econòmica. Veiem un risc elevat que la inflació baixi en els primers mesos de l'any a un ritme menor del que esperem, sobretot a les economies avançades, però continuem confiant en una correcció a partir de la primavera.

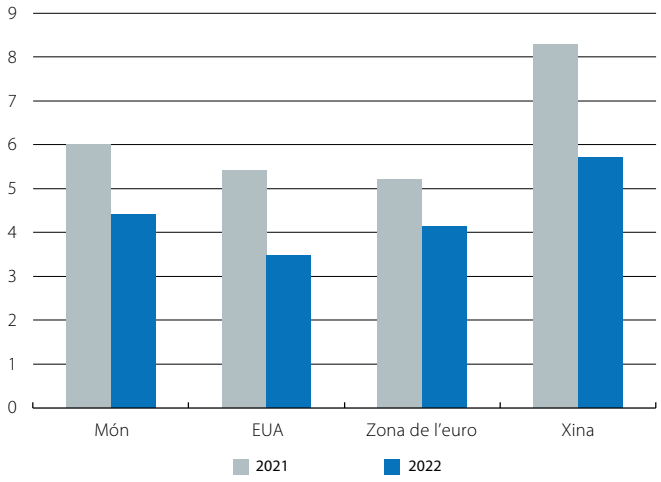
ESTATS UNITS

La inflació marcarà l'agenda econòmica el 2022. Els EUA també pateixen una intensificació de la pandèmia, la qual, tot i que, ara com ara, no s'estan endurint les restriccions (com sí que succeeix a la zona de l'euro), representa un factor de risc per al creixement. Un altre element que cal vigilar és la inflació, que segueix una senda alcista clara. Precisament, aquest augment de les perspectives d'inflació explica l'actitud clarament *hawkish* de la Fed, tot i els riscos que introdueix la pandèmia sobre l'escenari de creixement (vegeu la secció de Mercats financers). A més a més, a l'encariment de les entrades arran de la persistència dels colls d'ampolla, se suma l'augment del cost del factor treball. En aquest sentit, crida l'atenció que la taxa d'activitat es troba encara per sota del nivell prepandèmia, la qual cosa es pot explicar, en part, pels canvis en els patrons de comportament dels treballadors en un entorn de pandèmia, que es tradueix en una xifra rècord de vacants d'ocupació superior als 10 milions.

Els treballadors podrien estar incrementant el seu poder de negociació. A tall d'exemple, en una enquesta recent de Gallup, el 68% dels treballadors aprovaven els sindicats, el percentatge més alt dels 57 últims anys. Aquesta major «consciència de classe» en un context de clar desequilibri del mercat de treball explica que s'estiguin demandant salaris atractius per tornar o per romandre al lloc de treball, els quals, a més a més, han de

PIB: previsions

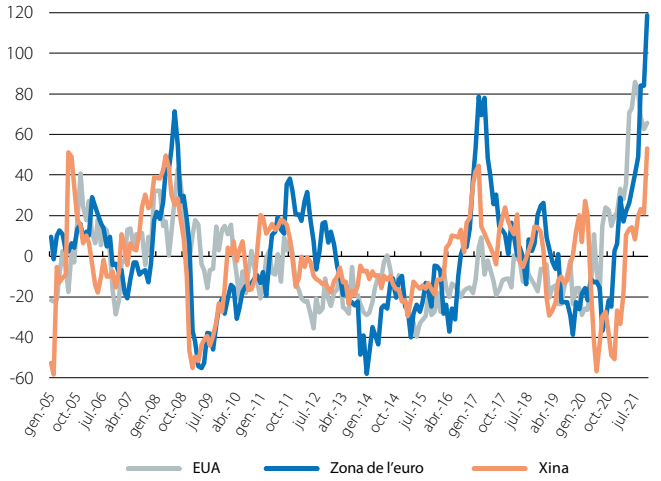
Variació anual (%)



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

Índex de sorpreses sobre la inflació

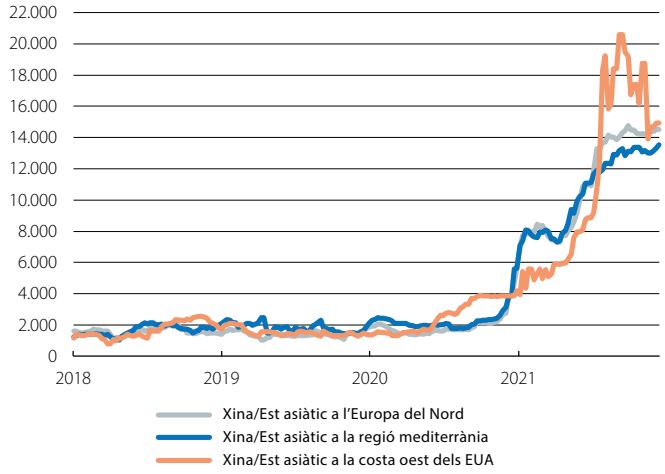
Desviació en relació amb el que s'esperava



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

Cost d'enviament d'un contenidor

Dòlars per un contenidor de 40 peus



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

garantir el poder adquisitiu en l'actual context de preus a l'alça (la inflació va marcar el 6,8% al novembre, màxim de 40 anys). Caldrà esperar per conèixer en quina mesura l'augment de la inflació acaba afectant la capacitat de compra del consumidor, que, ara com ara, continua recorrent a l'estalvi embassat per finançar la despesa. No obstant això, aquest «matalàs» ja s'ha utilitzat de manera important: la taxa d'estalvi ha passat de gairebé el 20% de la renda disponible al gener al 6,9% al novembre, lleugerament per sota de la mitjana prepandèmia.

El nou pla fiscal de Biden, encallat. En aquest context, el pla fiscal *Build Back Better* d'1,75 bilions de dòlars de Joe Biden, centrat en una major despesa social i en mesures climàtiques, es va estancar al Senat arran de la falta de suport del senador demòcrata Joe Manchin. Aquesta negativa llança seriosos dubtes sobre les possibilitats que les mesures econòmiques del pla, tal com es plantegen en l'actualitat, puguin ser aprovades.

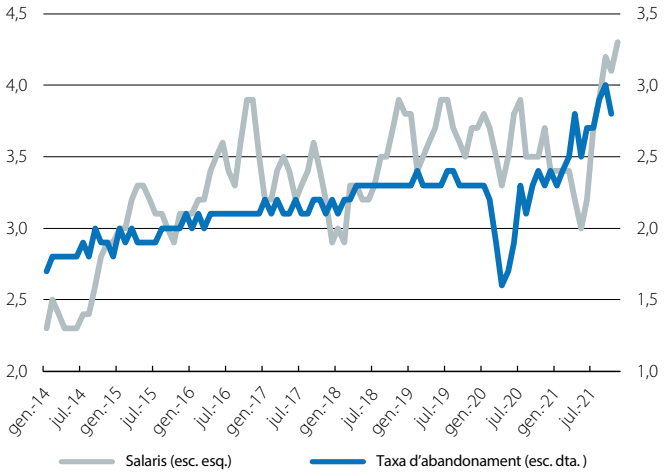
ZONA DE L'EURO

L'expansió de la variant òmicron força l'enduriment de les restriccions. La bona marxa de la vacunació no ha impedit una expansió preocupant del virus i ha obligat a adoptar fortes mesures restrictives en un context en què persisteixen els problemes d'oferta global. Alemanya és la que més dubtes planteja, no solament per les estrictes mesures adoptades per contenir al virus, sinó per l'elevada exposició als colls d'ampolla: gairebé el 90% del sector manufacturer reconeixia, a l'octubre, que patia problemes de proveïment, en relació amb una mica més del 50%, de mitjana, a la zona de l'euro. A més a més, i a nivell de tot Europa, cal considerar la possibilitat que alguns dels projectes inclosos als plans nacionals de recuperació desenvolupats en el marc de l'NGEU s'hagin d'ajornar per falta de materials. Per tant, els riscos per al creixement en el 1T 2022 es concentren clarament a la baixa.

Mentrestant, els riscos per a la inflació a curt termini se centren a l'alça. A les pressions inflacionistes generades pels colls d'ampolla se suma l'encariment de l'electricitat per la forta pujada dels preus del gas: s'han multiplicat per set des del gener i no deixen de batre rècords. Aquest comportament és degut al fet que els inventaris de gas es trobaven en nivells històricament baixos per afrontar l'arribada de l'hivern, al mateix temps que augmentaven les tensions geopolítiques amb Rússia (subministra el 30% del gas que consumeix Europa), a conseqüència de la paralització per part d'Alemanya de la certificació per posar en marxa el gasoducte del Nord Stream 2. No obstant això, la pressió sobre la inflació hauria de remetre després de la primavera, a mesura que es resolguin els colls d'ampolla globals, ja que, a diferència dels EUA, a la zona de l'euro, els salaris estan continguts. Això és degut, d'una banda, al fet que, a Europa, els convenis engloben períodes de temps amplis i fixen màxims en els mecanismes d'indexació i, de l'altra, al fet que els mecanismes de regulació temporal d'ocupació han frenat la pèrdua de llocs de treball, però a costa de limitar la capacitat dels treballadors d'exigir millores salarials aprofitant la reobertura econòmica. En conseqüència, el creixement interanual dels salaris negociats va recular fins a mínims històrics en el 3T. Per tant, creiem que l'augment de la inflació serà temporal i anticipem un descens gradual des dels màxims

EUA: mercat laboral

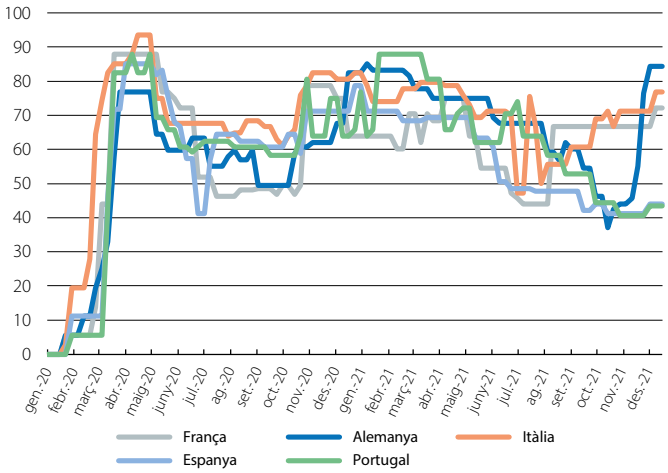
Variació interanual (%) *(%)*



Nota: *Els salaris corresponen a la mitjana mòbil de tres mesos, creixement mitjà (segons dades de la Fed d'Atlanta).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.*

Zona de l'euro: índex de restriccions

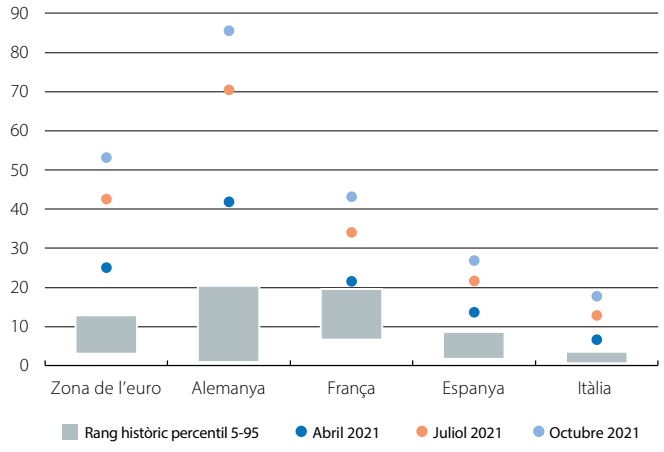
(0 = sense restriccions; 100 = màxima restricció)



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

Zona de l'euro: escassetat de material i/o d'equipaments, factors que limiten la producció

(% de respostes)



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

actuals (el 4,9% al novembre-desembre). Així i tot, caldrà estar atents a l'evolució dels salaris en un context en què alguns països comencen a reconèixer certs problemes a l'hora de trobar mà d'obra.

ECONOMIES EMERGENTS

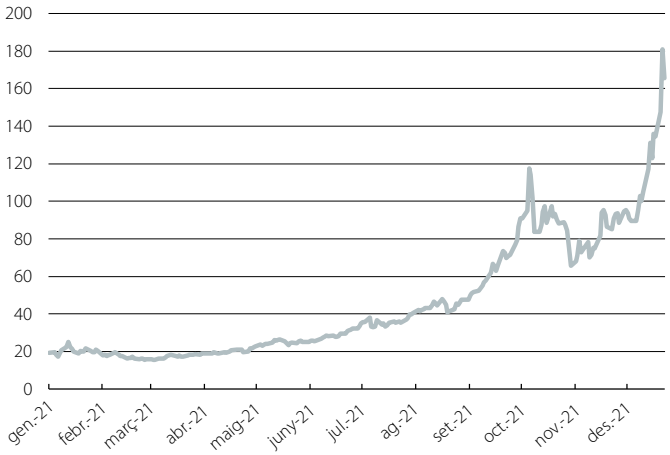
A la Xina, s'anticipa una desacceleració significativa el 2022. La política de COVID zero, les restriccions energètiques i els problemes del sector residencial són alguns dels majors reptes que afrontarà l'economia xinesa el 2022. En aquest sentit, les mesures adoptades per corregir els excessos del sector residencial (més del 12% del PIB xinès), restringint les possibilitats d'endeutament dels promotors, ja van explicar la forta correcció del sector durant el 2021, tendència que continuarà al llarg del 2022 (vegeu el Focus «El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80», en aquest mateix *Informe Mensual*). La necessitat d'aquestes mesures queda justificada per l'impagament per part d'Evergrande de dos cupons al començament de desembre, la qual cosa li ha comportat la retallada de qualificació per part de Fitch a RD (impagament restringit).

Més positives són les perspectives per al sector exterior, reforçades per l'entrada en vigor, des de l'1 de gener del 2022, de l'Associació Econòmica Integral Regional (RCEP, per les sigles en anglès), el major acord de lliure comerç del món, signat per la Xina i per 14 economies més de l'Àsia Pacífic (l'Índia es va retirar el 2019): engloba gairebé el 30% de la població i del PIB mundials. En qualsevol cas, convé recordar que tant la política fiscal com la monetària tenen prou marge per actuar en cas d'un deteriorament de l'activitat més intens del que s'espera.

La resta d'economies emergents afronten el 2022 amb perspectives desiguals i condicionades, en part, per la seva vulnerabilitat externa. Les economies asiàtiques són, en general, les que presenten les perspectives més positives, mentre que, per a Rússia (el 2,5% *vs*. el 3,8% del 2021) i, sobretot, per al Brasil (el 0,8% *vs*. el 5,3%), anticipem una desacceleració substancial, arran, en part, de les pujades de tipus d'interès iniciades al començament del 2021 per contenir la inflació. Mèxic també frenarà de forma substancial el creixement el 2022 (el 3,0% *vs*. el 6,2%), per l'impacte negatiu sobre la inversió de la retòrica nacionalista del Govern de López Obrador i de les pujades de tipus d'interès que, previsiblement, es produiran quan la Fed inicïi el propi procés d'increments. Així, doncs, els riscos per a l'escenari de les economies emergents es concentren a la baixa. El principal factor de risc se centra en la normalització de la política monetària a les economies avançades, sobretot als EUA, per la inestabilitat que pot generar en alguns països, que, fins i tot, hauran de triar entre sostenir el creixement o evitar la sortida de capitals (vegeu el Focus «Política monetària als emergents: dies difícils a la vista», en aquest mateix *Informe Mensual*). Entre els més vulnerables, hi ha el Brasil, Egipte, l'Argentina, Sud-àfrica i Turquia. De fet, Turquia copa els titulars en les últimes setmanes per la forta depreciació de la lira i per les mesures, poc ortodoxes, aplicades per controlar aquest moviment (vegeu la secció de Mercats financers).

*Europa: preu del gas **

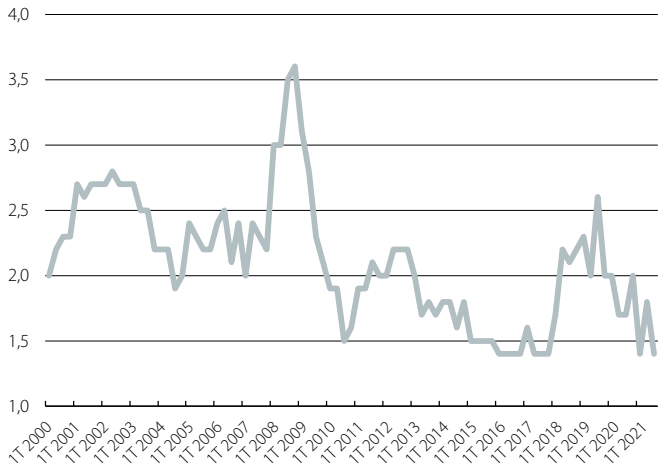
(Euros per megawatt hora)



Nota: ** Preu del futur a un mes de la referència de gas TTF Dutch.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.*

Zona de l'euro: salaris negociats

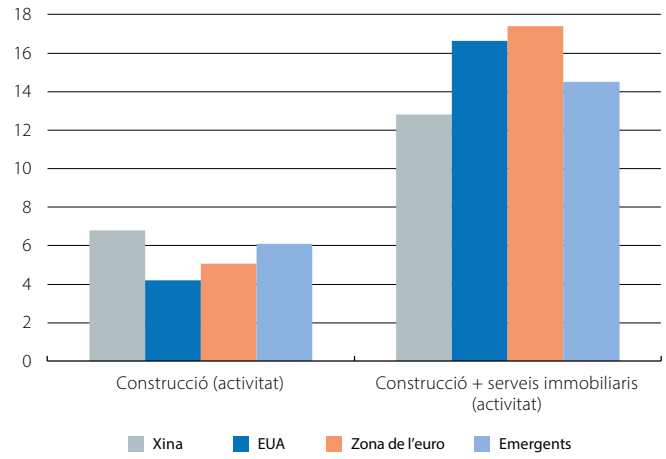
Variació interanual (%)



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

El sector de la construcció: comparativa de mesures

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.*

El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80

Imagini el lector una economia que només produeix una casa com a producte final a partir de tres materials: teules, totxos i acer (que també són produïts de forma domèstica). Els materials han costat 800 iuans al constructor, i la casa és venuda al comprador final per 1.000 iuans. Quina importància té el sector de la construcció en aquesta economia? Algú podria dir que la construcció representaria el 20% del PIB: en combinar entrades productives i en construir la casa, el constructor agrega un valor de 200 iuans a l'economia. Una altra resposta podria ser que la construcció representa el 100% del PIB, ja que tot el que es produeix està incorporat en el producte final que ven el sector. Si la demanda d'habitatge baixés, baixaria també la demanda dels materials de construcció.[1] Quina és la resposta correcta? Les dues.

No obstant això, és important saber quina mesura és la més adequada per estimar els efectes macroeconòmics d'un alentiment del sector, en especial en el cas de la Xina. No en va, el sector immobiliari xinès és descrit sovint com «el sector més important del món» per l'envergadura que, en les últimes dècades, ha guanyat en el model de creixement del gegant asiàtic. La urbanització creixent del país, el desenvolupament del sector financer i l'apetència dels inversors nacionals i internacionals, entre altres factors, han comportat un *boom* immobiliari en els últims anys. Per apaivagar aquest *boom*, precisament, l'Executiu del país va iniciar un seguit de mesures reguladores.[2] No obstant això, la conjunció d'aquestes mesures restrictives amb l'elevat endeutament d'algunes de les majors promotores immobiliàries (cal destacar, en particular, Evergrande, amb uns 300.000 milions de dòlars en deute) ha intensificat les preocupacions sobre el risc del sector. Recentment, la Fed va esmentar el seu potencial desestabilitzador per a l'economia mundial.

Fins a quin punt és important el sector de la construcció per a l'economia xinesa?

Si considerem l'activitat del sector de la construcció a la Xina, podem percebre que la seva importància relativa en l'economia és considerable (el 7% del PIB), però no supera de manera significativa el que s'observa en algunes de les economies més grans del món (vegeu el primer gràfic). Notablement, el pes relatiu del sector se situa per sota de l'observat a Espanya en la dècada dels 2000, quan el sector de la construcció va arribar a pesar més del 10% del PIB.

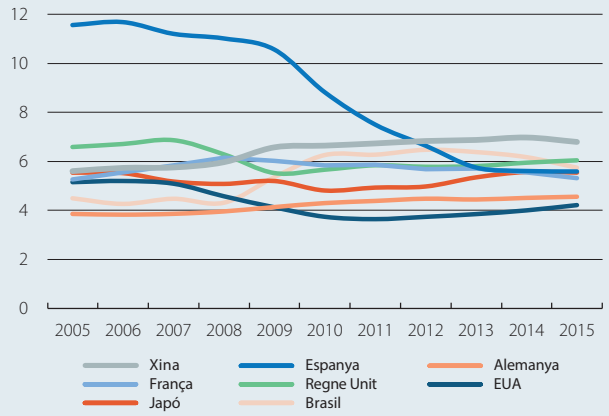
D'altra banda, si afegíssim a aquest càlcul l'activitat dels serveis immobiliaris, el pes del sector arribaria al 13% del PIB a la Xina, substancialment per sota del que s'observa en altres països (el 17% a Espanya, als EUA i al Japó; el 18% a Alemanya, o el 20% al Regne Unit). Aquesta diferència es pot explicar perquè es tracta encara d'un mercat immobiliari en fase de desenvolupament, on la construcció representa una proporció més important del total.

Una altra manera de computar la rellevància del sector en l'economia és analitzant el seu pes en la demanda final. És a dir, hem d'analitzar tant la seva aportació directa a la producció de béns i de serveis com el seu efecte indirecte

1. A més a més, la producció d'aquests materials hauria requerit primeres matèries com l'argila o el mineral de ferro, la qual cosa també s'hauria de tenir en compte en el càlcul final de les contribucions sectorials.
2. En concret, s'han definit tres criteris de liquiditat, coneguts com les «tres línies vermelles», que inclouen un límit del 70% en la ràtio de passius en relació amb els actius, un límit del 100% en la ràtio de palanquejament net, i un coeficient mínim d'1 en la ràtio de liquiditat (en relació amb el deute a curt termini). En funció de les «línies vermelles» que no es compleixen, els promotors s'enfronten a diferents límits al creixement del seu deute i, en el límit, poden perdre l'accés al crèdit.

Sector de la construcció: mesurament de l'activitat

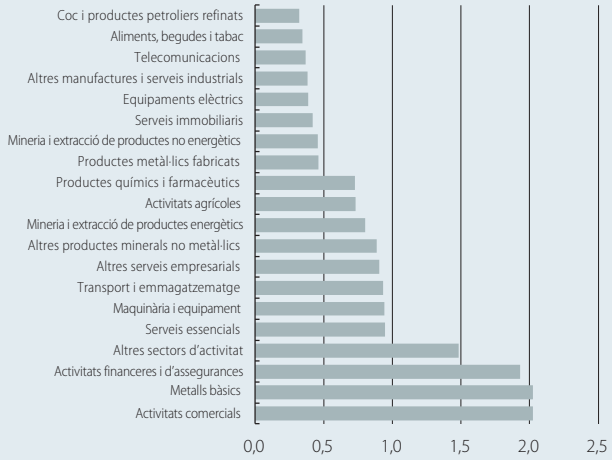
Valor afegit del sector de la construcció (en % del VAB total)



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

Xina: l'efecte arrossegament del sector de la construcció

*(En % del VAB total)**



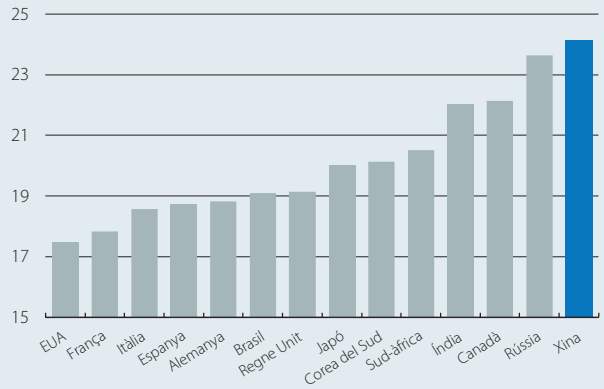
Nota: ** Valor afegit de cada sector d'activitat generat indirectament per la demanda del sector de la construcció (efecte arrossegament).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.*

per la demanda addicional que genera en l'economia a través del seu vincle amb altres sectors d'activitat, l'anomenat efecte arrossegament. En aquest sentit, al pes directe del sector de la construcció en la demanda final de l'economia xinesa (el 7%), hem d'afegir la demanda addicional que genera en altres sectors, com els serveis immobiliaris (el 0,4%), les activitats comercials i els metalls bàsics (el 2,0% a cada sector), les activitats financeres (l'1,9%) o els béns d'equipament (el 0,9%) (vegeu el segon gràfic). En conjunt, l'efecte arrossegament del sector de la construcció arriba al 17,5%. Això implica que, en termes de demanda final, arribaríem a una estimació de la importància del sector immobiliari en l'economia xinesa propera al 24% del PIB.[3]

Fent un exercici similar sobre els efectes directes i d'arrossegament en altres grans països, trobem que el pes del 24% de la Xina s'aproparia al d'altres economies emergents i se situaria lleugerament per damunt d'alguns veïns asiàtics, com el Japó i Corea del Sud (el 20% en els dos casos). D'altra banda, superaria de manera significativa el que s'observa en altres economies avançades, on el pes voreja el 18% del PIB (vegeu el tercer gràfic).

Sector de la construcció: mesurament de la demanda final

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.*

Fins a quin punt pot ser gran (l'efecte) Evergrande?

A mitjà termini, la disminució de la inversió en construcció ja era esperada i buscada pel Govern xinès com una part de la seva visió a llarg termini per promoure la «prosperitat compartida». Aquesta reducció de la importància del sector immobiliari és una part del canvi de to (i de velocitat) que esperàvem en el model de creixement xinès. Malgrat aquesta desacceleració, també és important subratllar que la inversió immobiliària a la Xina haurà de mantenir un bon ritme, tenint en compte la tendència d'urbanització creixent i el ràpid increment dels ingressos *per capita* dels ciutadans.

L'Executiu xinès intentarà reduir de forma gradual la «petjada» del sector de la construcció en l'economia i evitar un escenari d'aterratge impetuós del sector immobiliari. D'altra banda, els serveis immobiliaris podran anar guanyant més pes a mesura que el mercat arribi a una fase més madura, la qual cosa anirà de bracet amb la tendència a la terciarització (l'augment relatiu del pes dels serveis en relació amb l'agricultura o la indústria) de l'economia. No obstant això, hi ha alguns riscos que podrien fer que aquest aterratge suau sigui una mica més turbulent. Per exemple, un col·lapse desordenat d'un gran promotor immobiliari podria afectar la confiança en el mercat i comportar una «parada sobtada» al sector similar a la viscuda el 2014-2015, quan la inversió residencial i els preus de la propietat van caure de forma abrupte en un període curt de temps.

Si només tinguéssim en compte els efectes directes, una caiguda d'una magnitud similar (del 20%) en l'activitat del sector immobiliari generaria una caiguda del PIB propera al 5%. Si aquest alentiment s'observés de forma exclusiva al sector de la construcció, amb les infraestructures excloses, la caiguda associada s'aproparia al 3% del PIB.

No obstant això, aquestes estimacions ignoren els efectes del contagi financer que podria produir una crisi immobiliària més descontrolada i no tenen en compte tampoc les mesures de política fiscal o monetària per mitigar els danys en l'economia.

Ara com ara, malgrat l'elevada incertesa, sembla que el Govern s'obstina a tirar endavant les reformes a llarg termini anunciades, i això augmenta els riscos que el sector immobiliari experimenti un ajust significatiu. En aquest context, caldrà tenir en compte el possible contagi internacional, tant per la via d'un alentiment de l'economia xinesa com del contagi financer provocat per un alentiment més significatiu del sector. Aquest serà un tema que analitzarem en propers articles de l'*Informe Mensual*. En l'equilibri entre la reestructuració del sector i l'estabilitat econòmica del país a curt termini, serà clau mantenir la confiança dels compradors en el mercat i, tant com es pugui, aïllar altres sectors d'activitat de l'ambicionat ajust immobiliari.

Luís Pinheiro de Matos

3. Podem també comparar aquestes estimacions, per exemple, amb les de Rogoff, K. S. i Yiang, Y. (2020), «Peak China Housing», NBER Working Paper, 27.697. Seguint un abordatge similar, els autors han estimat el pes del sector en el 30% el 2014. En aquest mateix any, França i el Regne Unit comparteixen el segon lloc, amb el 20%. El màxim anterior es troba a Espanya, l'any 2006, amb un pes de l'immobiliari del 29% del PIB. Altres analistes, com Goldman Sachs, apunten a una «mesura àmplia» del sector immobiliari xinès entre el 18% i el 30% del PIB. Es destaca que una mesura més precisa es podria situar al voltant del 23%, un cop excloses, per exemple, les infraestructures, que representen el 7% del PIB. D'altra banda, l'exclusió de l'activitat dels serveis immobiliaris (no inclosos íntegrament en la nostra mesura de demanda final) comportaria una estimació propera al 18% del PIB.

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

ESTATS UNITS

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Activitat									
PIB real	2,3	–3,4	–2,3	0,5	12,2	4,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,0	2,1	4,7	11,9	26,2	13,7	13,2	14,9	16,5
Confiança del consumidor *(valor)*	128,3	101,0	93,8	99,1	122,1	116,7	109,8	111,6	111,9
Producció industrial	–0,8	–7,2	–4,3	–1,6	14,7	5,6	4,7	5,3	5,3
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,2	52,5	59,0	61,4	60,8	60,2	61,1	60,8	61,1
Habitatges iniciats *(milers)*	1.295	1.396	1.575	1.599	1.588	1.562	1.550	1.502	1.679
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	217	228	239	249	262	274	277	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,7	8,1	6,8	6,2	5,9	5,1	4,8	4,6	4,2
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	60,8	56,8	57,4	57,6	58,0	58,5	58,7	58,8	59,2
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,7	–3,2	–3,2	–3,6	–3,6	–3,7	–3,7	–3,7	...
Preus									
Inflació general	1,8	1,2	1,2	1,9	4,8	5,3	5,4	6,2	6,8
Inflació subjacent	2,2	1,7	1,6	1,4	3,7	4,1	4,0	4,6	4,9

JAPÓ

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Activitat									
PIB real	–0,2	–4,5	–0,8	–1,8	7,3	1,1	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	38,9	31,1	33,0	33,3	35,4	37,3	37,8	39,2	39,2
Producció industrial	–2,7	–10,6	–4,2	–1,5	19,9	5,9	–2,3	–2,6	3,7
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	6,0	–19,8	–10,0	5,0	14,0	18,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,4	2,8	3,0	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,8
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–0,3	0,1	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	0,2	–0,1
Preus									
Inflació general	0,5	0,0	–0,9	–0,5	–0,7	–0,2	0,2	0,1	0,6
Inflació subjacent	0,6	0,2	–0,4	0,0	–0,9	–0,5	–0,5	–0,7	–0,7

XINA

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Activitat									
PIB real	6,0	2,2	6,5	18,3	7,9	4,9	–	–	–
Vendes al detall	8,1	–2,9	4,6	34,0	14,1	5,1	4,4	4,9	3,9
Producció industrial	5,8	3,4	7,1	24,6	9,0	4,9	3,1	3,5	3,8
PMI manufactures (oficial)	49,7	49,9	51,8	51,3	51,0	50,0	49,6	49,2	50,1
Sector exterior									
Balança comercial[1,2]	421	524	524	621	605	634	634	661	658
Exportacions	0,5	3,6	16,6	48,9	30,7	24,4	28,1	27,1	22,0
Importacions	–2,7	–0,6	5,7	29,4	44,1	25,9	17,5	20,6	31,7
Preus									
Inflació general	2,9	2,5	0,1	0,0	1,1	0,8	0,7	1,5	2,3
Tipus d'interès de referència[3]	4,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Renminbi per dòlar	6,9	6,9	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,4	–0,9	1,6	2,6	12,7	2,4	2,6	1,4	...
Producció industrial *(variació interanual)*	–1,3	–8,5	–1,4	3,6	23,6	5,9	5,1	3,3	...
Confiança del consumidor	–7,0	–14,3	–15,6	–13,7	–5,5	–4,6	–4,0	–4,8	–6,8
Sentiment econòmic	103,7	88,2	91,4	95,3	114,3	118,1	117,8	118,6	117,5
PMI manufactures	47,4	48,6	54,6	58,4	63,1	60,9	58,6	58,3	58,4
PMI serveis	52,7	42,5	45,0	46,9	54,7	58,4	59,0	54,6	55,9
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,3	–1,5	–1,8	–1,7	2,0	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,6	7,9	8,2	8,1	8,0	...	7,4	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,2	3,9	4,1	3,9	3,6	...	3,3	...	...
França *(% pobl. activa)*	8,4	8,0	8,0	8,0	8,2	...	7,7	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	10,0	9,3	9,8	10,1	9,8	...	9,2	...	...
PIB real *(variació interanual)*	1,6	–6,5	–4,4	–1,1	14,4	3,9	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	1,1	–4,9	–2,9	–3,0	10,0	2,6	–	–	–
França *(variació interanual)*	1,8	–8,0	–4,3	1,5	18,8	3,3	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	0,4	–9,0	–6,6	–0,6	17,1	3,9	–	–	–

Preus

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
General	1,2	0,3	–0,3	1,1	1,8	2,8	3,4	4,1	4,9
Subjacent	1,0	0,7	0,2	1,2	0,9	1,4	1,9	2,1	2,6

Sector exterior

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Saldo corrent	2,4	2,1	2,1	2,8	3,0	3,0	2,9	2,8	...
Alemanya	7,4	7,0	7,0	7,1	7,6	7,4	7,1	9,1	...
França	–0,3	–1,9	–1,9	–1,8	–1,6	–1,3	–0,8	–0,8	...
Itàlia	3,2	3,4	3,4	3,4	3,8	3,6	3,8	2,4	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**92,3**	**93,8**	**95,5**	**95,3**	**94,9**	**94,0**	**93,9**	**93,8**	**92,9**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,8	6,3	7,0	6,4	2,3	1,8	2,1	2,5	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,4	3,2	3,1	3,1	3,9	4,1	4,1	4,1	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	8,0	12,9	15,2	16,1	12,4	11,4	11,5	11,1	...
Altres dipòsits a curt termini	0,3	0,6	1,4	1,0	–0,6	–2,0	–2,5	–1,6	...
Instruments negociables	–1,9	8,1	15,5	13,8	12,2	9,6	6,8	11,1	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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.*

2022, l'any per apuntalar la recuperació de l'economia espanyola

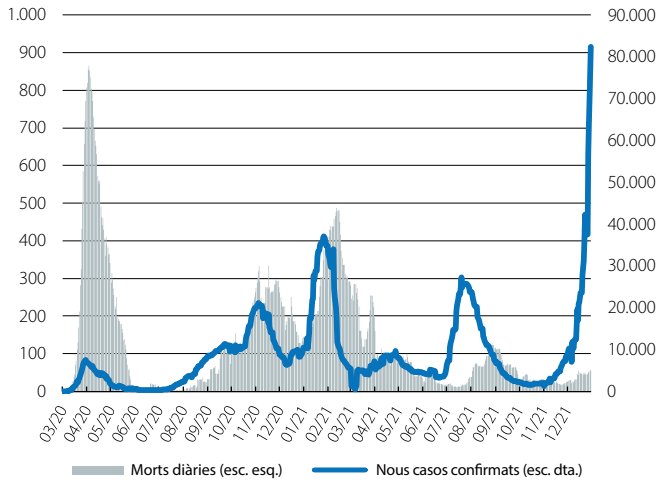
2021, una recuperació intensa però incompleta. Després de l'enfonsament sense precedents de l'economia l'any anterior, provocat per la crisi derivada de la COVID-19, el 2021 vam assistir també a una recuperació històrica del PIB. Gràcies a l'ampli desplegament de la vacunació, que va facilitar l'aixecament de les mesures restrictives, i al suport de les polítiques econòmiques, el PIB va avançar el 2021, segons les nostres estimacions, el 4,8%, la taxa més elevada des de l'any 2000. No obstant això, aquest ritme de creixement és inferior al que es preveia al començament de l'any, i, al final de l'any, el nivell del PIB se situaria encara el 4,6% per sota de l'últim trimestre del 2019. La recuperació incompleta dels fluxos turístics internacionals i del consum de les llars, malgrat l'elevat estalvi acumulat durant les restriccions, han restat vigor a la recuperació de l'economia espanyola en comparació amb les altres grans economies de la zona de l'euro. El *gap* generat per la irrupció de la pandèmia sí que s'ha tancat al mercat laboral, amb una recuperació més ràpida i intensa que en el cas de l'activitat, que va permetre assolir ja al juliol els nivells prepandèmia en termes d'ocupació efectiva (treballadors que no estan en situació d'ERTO). L'any es va tancar amb un rècord d'afiliats, 19.825 milions, la qual cosa representa 776.478 més que al desembre del 2020 i 416.373 més que al final del 2019. A més a més, a 31 de desembre, el nombre de treballadors en ERTO es va reduir fins als 122.672, és a dir, 580.136 menys que un any abans.

Òmicron entela el començament del 2022. La sisena onada, amb la irrupció de la variant òmicron, més contagiosa que les anteriors, ha disparat la incidència acumulada, ha generat incertesa i ha comportat la reimplantació d'algunes restriccions. No obstant això, malgrat que la incidència acumulada va superar els 2.000 contagis per 100.000 habitants en els primers dies de l'any, gràcies a les elevades taxes de vacunació (s'ha començat a administrar la dosi de reforç), la situació epidemiològica s'ha mantingut més controlada que en onades anteriors, tant en termes de pressió hospitalària com de mortalitat. En aquest context, els últims indicadors apuntarien a un comportament de l'activitat una mica menys dinàmic. Així, al desembre, els PMI van anotar un alentiment, tot i que encara es mantenen en zona expansiva (per damunt de 50). El PMI de la indústria va baixar al 56,2, mínim de 10 mesos, des del 57,1 del novembre, afectat pels problemes de subministrament i per una moderació de les noves comandes. Així mateix, el PMI dels serveis es va situar en 55,8, en relació amb el 59,8 del mes anterior, i va patir l'impacte de la variant òmicron sobre l'activitat del sector, en especial a les empreses de restauració i oci, que van registrar cancel·lacions de reserves.

La inflació va tancar el 2021 en màxims de tres dècades. Al desembre, la inflació va tornar a sorprendre l'alça i es va enfilar fins al 6,7% (el 5,5% al novembre), el tancament d'any més ele-

Espanya: contagis i morts diàries

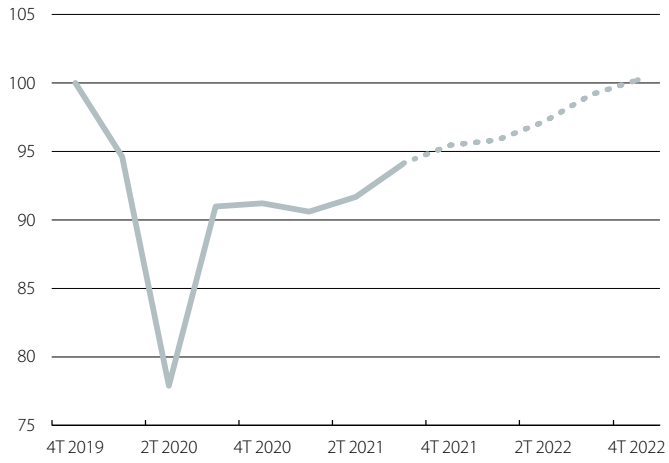
Morts diàries *Contagis diaris*



Nota: *Mitjanes de 7 dies de contagis i de morts. Dades per data de notificació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat.*

Espanya: PIB

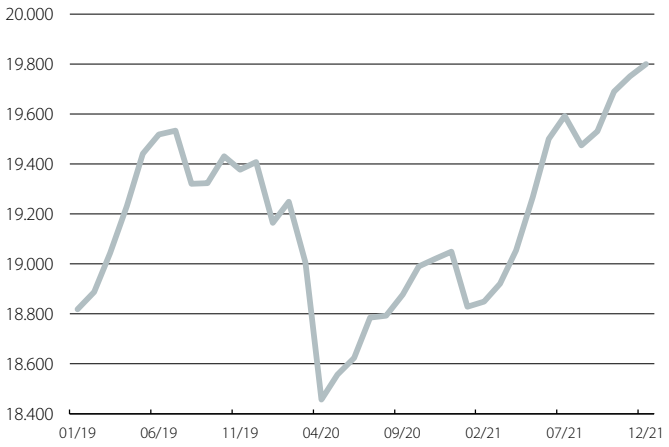
Nivell (100 = 4T 2019)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

(Milers)



Nota: *Dades mitjanes mensuals sense desestacionalitzar.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Seguretat Social.*

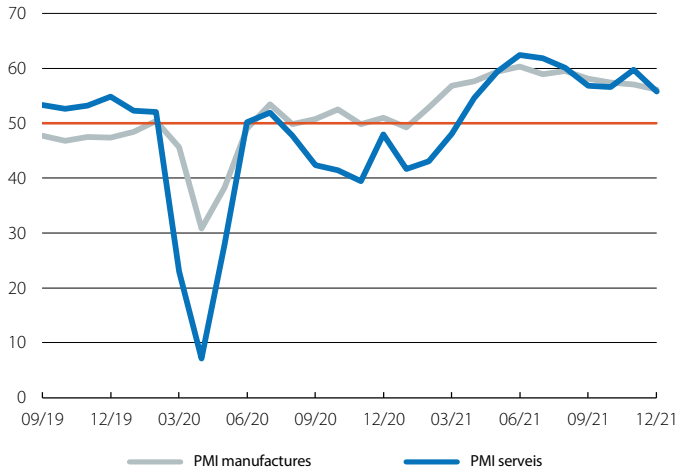
vat des del 1989, mentre que la subjacent va assolir el 2,1% (l'1,7% al novembre). Cal recular fins al 2012 per trobar una taxa subjacent tan elevada en un mes de desembre. El principal responsable d'aquesta escalada ha estat el component energètic, en especial els elevats preus de l'electricitat, però també hi han influït els efectes de base, en fer-se la comparació amb un any que va anotar una forta caiguda dels preus de l'energia, i els colls d'ampolla provocats per l'enlairament de la demanda. Malgrat que la inflació encara es mantindrà elevada en els propers mesos, esperem una moderació en la segona part de l'any. Tot i que una part de l'encariment de l'energia es podria traslladar als preus dels serveis i dels béns industrials, afectats també pels colls d'ampolla, no esperem que hi hagi efectes de segona ronda prou severs com per causar una inflació persistentment alta a mitjà termini (ara com ara, els increments salarials són moderats, gràcies a la naturalesa pluriennal de la negociació col·lectiva i al pes reduït de les clàusules de salvaguarda). En aquest sentit, les expectatives d'inflació a 10 anys a Espanya continuen ancorades a la vora del 2%. Amb la cautela que exigeix el context actual, marcat per l'elevada incertesa, preveiem que la inflació general es mantindrà per damunt del 5% fins a la meitat d'enguany i es corregirà de forma significativa amb posterioritat, quan es compari amb la intensa escalada del tram final del 2021. D'aquesta manera, la mitjana anual del 2022 se situaria al voltant del 4,5%. Per la seva banda, la subjacent continuaria augmentant, fins a situar-se per damunt del 3% cap a la meitat d'enguany, i anotaria una taxa del 2,6% en la mitjana anual.

L'embranzida dels ingressos afavoreix la correcció del dèficit públic. El dèficit públic se situa en el 3,9% del PIB en l'acumulat dels 10 primers mesos del 2021 (dèficit consolidat de les Administracions públiques, excloses les corporacions locals). Això representa una millora substancial en relació amb el nivell del 2020 (dèficit del 7,2%), però encara lluny del registre del 2019 (dèficit de l'1,3%). Les despeses consolidades creixen a un ritme del 2,5% interanual (el 13,9% en relació amb el gener-octubre del 2019), mentre que els ingressos reboten de forma molt notable (el 12,6% interanual i el 6,2% en relació amb el mateix període del 2019), gràcies al dinamisme de la recaptació tributària. Sens dubte, la pandèmia continua exercint un impacte elevat sobre els comptes públics, però menor que el 2020.

El 2022 es consolidarà la senda de creixement. Tot i que la situació epidemiològica continua sent un dels principals condicionants de l'escenari per al 2022, cal esperar una incidència decreixent de la pandèmia sobre l'activitat econòmica, i preveiem una acceleració gradual de l'activitat, amb un creixement del PIB del 5,5% en el conjunt de l'any, gràcies al major control de la pandèmia, a una recuperació de la despesa de les famílies per l'estalvi embassat durant les restriccions, a la recuperació del turisme i a l'acceleració en l'execució dels fons NGEU, en un context de manteniment de les condicions financeres favorables. Malgrat que, en els primers compassos de l'any, l'activitat mantindrà una certa feblesa, condicionada encara per l'escalada dels preus energètics i pels colls d'ampolla, considerem que s'aniran esmorteint de forma gradual a partir del 2T 2022.

Espanya: indicadors d'activitat, PMI

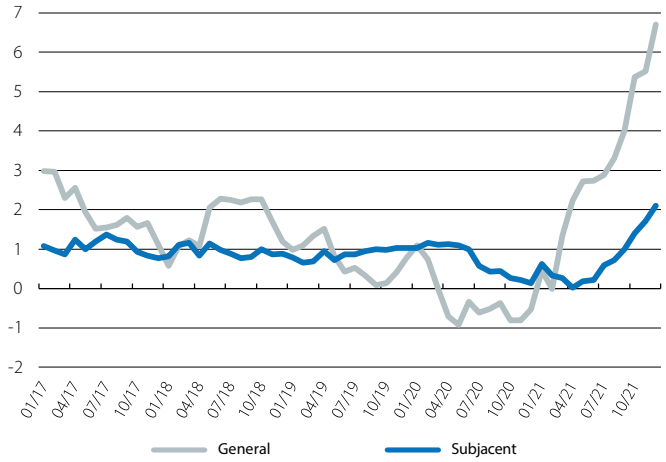
Nivell



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

Espanya: IPC

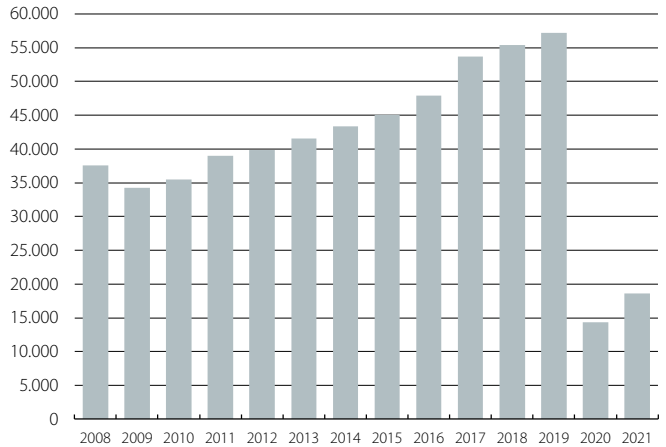
Variació interanual (%)



Nota: *L'última dada fa referència a l'indicador avançat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: ingressos per turisme

Milions d'euros



Nota: *Dades acumulades del gener-setembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (balança de pagaments).*

La puixança de la demanda d'habitatge, una de les sorpreses més positives del 2021

En un context de recuperació gradual de l'economia espanyola al llarg del 2021, el mercat immobiliari ha exhibit una tendència molt positiva, sobretot pel costat de la demanda. Fins a l'octubre, es van realitzar 468.000 operacions de compravenda, la qual cosa representa un creixement del 36% en relació amb el 2020 i del 8,3% en relació amb el 2019, de manera que l'activitat va camí de tancar l'any 2021 amb unes 545.000 compravendes, màxim des del 2008. Entre comunitats autònomes (CA), des de l'inici del 2021, només hi ha tres regions que encara no han recuperat els nivells d'activitat prepandèmics: el País Basc, molt perjudicat per la crisi sanitària, i les Canàries i les Balears, les més dependents de l'arribada de turistes internacionals.

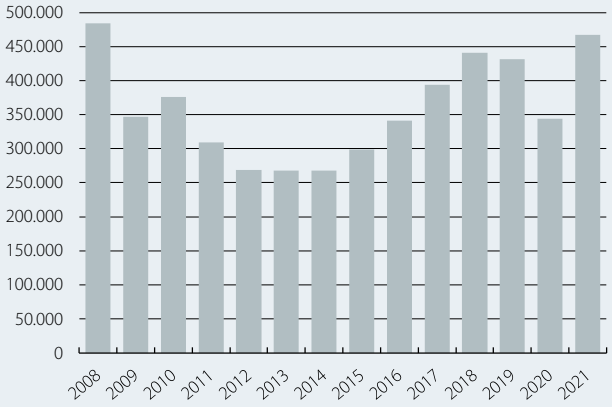
Una gran part d'aquesta reactivació procedeix de l'aflorament de la demanda embassada i de l'estalvi «forçós» acumulat durant els mesos de confinament i de fortes restriccions a la mobilitat, que, en combinació amb unes condicions de finançament favorables, han fet més atractiva la compra i la inversió en actius immobiliaris. No obstant això, amb el pas del temps, alguns dels aspectes que han caracteritzat la demanda postconfinament es comencen a suavitzar: (i) la reactivació de la demanda no solament és deguda a l'habitatge nou, sinó que el de segona mà també està agafant embranzida i se situa ja per damunt dels nivells pre-COVID; (ii) s'ha anat moderant la preferència per viure fora de les grans ciutats o de les capitals de província; (iii) sembla que la dimensió dels habitatges adquirits s'ha estancat en el 1T 2021, després d'augmentar de forma significativa el 2020; (iv) el percentatge sobre el total de les compravendes d'habitatges unifamiliars va tocar sostre al final del 2020, i (v) la demanda per part dels estrangers es va reactivant, sobretot a partir de l'estiu, després de la reducció de les restriccions a la mobilitat i a l'arribada de no residents.

El 2022, els principals factors condicionants de la demanda residencial continuaran donant suport al sector

Malgrat la nova onada de contagis, les perspectives per al conjunt de l'any són favorables, i esperem que el mercat laboral mantingui un bon ritme de creació d'ocupació; la renda disponible de les famílies mostra signes clars de recuperació, i una gran part de l'estalvi acumulat en els moments més crítics de la pandèmia es destina també a la inversió en habitatge; la formació de llars es recupera després del descens que va patir durant els mesos de confinament; confiem que la demanda estrangera d'habitatge es continuarà recuperant, i les condicions de finançament continuaran sent favorables. Malgrat tot això, no sembla que l'intens ritme de creixement del 2021 sigui sostenible,

Espanya: compravendes d'habitatges

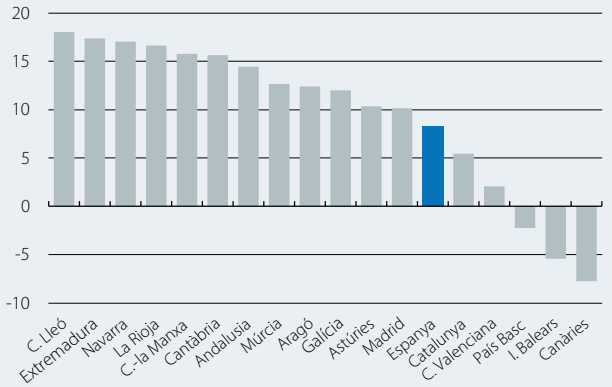
Nombre d'habitatges. Acumulat del gener a l'octubre



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

Espanya: compravendes d'habitatges per CA

Variació acumulada al gener-octubre del 2021 vs. *el gener-octubre del 2019 (%)*



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

i certs factors temporals que han impulsat la demanda el 2021 aniran perdent intensitat el 2022, de manera que esperem una moderació cap a nivells similars als del 2018-2019, lleugerament per damunt de les 500.000 transaccions anuals.

L'oferta es recupera, però es podria veure llastada per l'escassetat de subministraments

Les certificacions de final d'obra mantenen el bon to del 2020: durant els nou primers mesos del 2021, s'han acabat uns 68.600 habitatges, la qual cosa representa un repunt del 13% en relació amb el 2020 i del 26% en relació amb el 2019. No obstant això, aquestes xifres no reflecteixen la situació actual de l'oferta d'habitatge nou, ja que fan referència a promocions començades, en molts casos, abans de la pandèmia. Per la seva banda, els visats d'obra nova

repunten el 26% anual fins al setembre, però encara es troben el 4% per sota dels nivells del 2019.

En qualsevol cas, si es manté el ritme actual, s'hauran emès uns 105.000 visats en el conjunt del 2021, xifra molt similar a les del 2018 i el 2019. A més a més, les perspectives a mitjà i a llarg termini per a la producció d'habitatge nou continuen sent positives, tenint en compte la fortalesa dels factors que impulsen la demanda i l'efecte dinamitzador de l'arribada dels fons de reconstrucció europeus NGEU, que, en l'àmbit de l'habitatge, aniran destinats a la rehabilitació i a augmentar l'oferta d'habitatge de lloguer. En canvi, l'encariment de les primeres matèries i els problemes en les cadenes de subministrament podrien ser un llast per a l'oferta. Segons les dades d'Eurostat, al setembre, els costos del sector van créixer per damunt del 12% anual (màxim històric) i els preus de certs subministraments, per damunt del 16%.

Els preus de l'habitatge inicien una senda ascendent

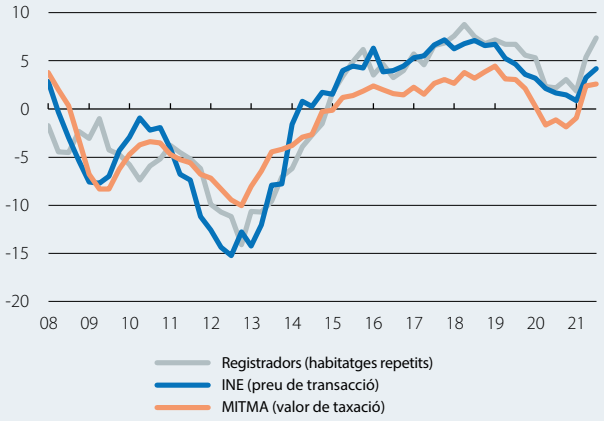
L'impuls generalitzat de la demanda i la menor capacitat de reacció per part del sector promotor provoquen una alça en els preus, sobretot, al segment de l'habitatge nou. D'ençà que les taxes interanuals van assolir el nivell més baix entre el 4T 2020 i el 1T 2021 (en funció de l'indicador), els preus han mostrat una trajectòria ascendent al llarg del 2021 i han repuntat entre 3,3 p. p. (índex de preus de l'INE) i 5,5 p. p. (índex de preus del Col·legi de Registradors) fins al 3T 2021. Així, els preus se situen el 6,6% per damunt dels nivells prepandèmia, tot i que encara es mantenen el 12% per sota dels màxims del 2007 (segons l'índex de preus de l'INE). Aquesta tendència s'observa a totes les CA, tot i que de manera heterogènia, i, a més a més, no totes les regions han superat encara els nivells prepandèmia (Navarra, Aragó i Castella i Lleó, entre d'altres).

A curt termini, la major embranzida de la demanda en relació amb l'oferta, l'encariment dels costos de construcció (aquest efecte és més persistent del que s'esperava inicialment) i la inèrcia mateix que sol tenir el preu de l'habitatge són factors que suggereixen que continuarà tenint recorregut a l'alça.

A mitjà i a llarg termini, tenint en compte l'absència de desequilibris en els principals determinants de l'oferta i de la demanda, no esperem que els preus entrin en una espiral alcista preocupant, sinó que, previsiblement, quan s'esvaeixi l'«efecte xampany» de la demanda, es recuperi l'oferta de forma més significativa i es moderin els preus de les primeres matèries, el creixement serà més coherent amb l'evolució de la renda de les famílies.

Pedro Álvarez Ondina

Espanya: índexs de preus de l'habitatge
Variació interanual (%)



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

Espanya: preu de l'habitatge per CA *
Variació 3T 2021 vs. *4T 2019 (%)*

Nota: ** Basat en el valor de taxació de l'habitatge lliure publicat pel MITMA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA, de l'INE i del Col·legi de Registradors.*

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Indústria									
Índex de producció industrial	0,7	–9,4	–2,2	3,0	27,9	1,6	–0,9	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,9	–14,0	–11,0	–7,3	2,5	2,1	5,4	2,4	...
PMI de manufactures *(valor)*	49,1	47,5	51,1	53,0	59,2	58,9	57,4	57,1	56,2
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	17,2	–12,8	–19,9	–19,1	–1,8	15,0	24,3	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	3,6	–12,5	–17,2	–17,3	0,6	22,2	30,2	...	...
Preu de l'habitatge	5,1	2,1	1,5	0,9	3,3	4,2	...	...	...
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	1,4	–36,9	–72,7	–85,5	–81,3	–52,7	–3,2	27,6	...
PMI de serveis *(valor)*	53,9	40,3	43,0	44,3	58,8	59,6	56,6	59,8	...
Consum									
Vendes comerç al detall	2,3	–7,1	–2,9	–0,4	20,5	–0,3	–0,7	4,9	...
Matriculacions d'automòbils	–3,6	–29,3	–13,2	12,7	661,0	–24,5	–20,5	–12,3	–18,7
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–6,3	–22,8	–26,3	–22,1	–11,1	–9,1	–6,8	–12,5	...
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	2,3	–2,9	–3,1	–2,4	5,7	4,5	...	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,1	15,5	16,1	16,0	15,3	14,6	...	...	...
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,6	–2,0	–2,0	–1,4	3,9	3,8	3,7	3,8	4,1
PIB	**2,1**	**–10,8**	**–8,8**	**–4,3**	**17,7**	**3,4**	–	–	–

Preus

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
General	0,7	–0,3	–0,7	0,6	2,6	3,4	5,4	5,5	6,7
Subjacent	0,9	0,7	0,2	0,4	0,1	0,8	1,4	1,7	2,1

Sector exterior

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,8	–10,0	–10,0	–8,1	8,7	15,2	17,2	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	1,0	–14,7	–14,7	–14,0	3,3	13,5	17,1	...	...
Saldo corrent	**26,2**	**9,3**	**9,3**	**8,3**	**9,4**	**11,6**	**12,7**	**...**	**...**
Béns i serveis	36,5	16,5	16,5	16,0	17,0	19,7	21,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	–10,3	–7,3	–7,3	–7,6	–7,7	–8,2	–8,4	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**30,4**	**13,7**	**13,7**	**12,7**	**15,7**	**19,7**	**21,2**	**...**	**...**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	5,4	7,5	8,7	8,9	4,9	4,8	4,9	...	...
A la vista i estalvi	10,7	12,3	13,7	14,1	9,2	8,9	8,7	...	...
A termini i preavís	–13,4	–16,5	–17,1	–20,4	–23,5	–26,0	–27,6	...	...
Dipòsits d'AP	8,8	1,0	11,8	11,2	16,3	15,1	20,1	...	...
TOTAL	**5,6**	**7,1**	**8,9**	**9,1**	**5,5**	**5,5**	**5,8**	**...**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	–1,5	1,2	2,4	2,3	–0,4	–0,7	–0,6	–0,3	...
Empreses no financeres	–3,4	4,9	7,9	7,8	–0,7	–1,9	–1,9	–1,2	...
Llars - habitatges	–1,3	–1,8	–1,5	–1,0	0,0	0,6	0,7	1,1	...
Llars - altres finalitats	3,2	0,8	–0,1	–1,8	–0,7	–1,2	–0,9	–1,6	...
Administracions públiques	–6,0	3,0	8,8	9,5	17,4	22,7	16,7	12,4	...
TOTAL	**–1,7**	**1,3**	**2,7**	**2,7**	**0,6**	**0,7**	**0,5**	**0,5**	**...**
Taxa de morositat (%) [4]	**4,8**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,4**	**...**	**...**	**...**

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.*

Portugal: 2021, l'any de la recuperació, i 2022, el de la consolidació

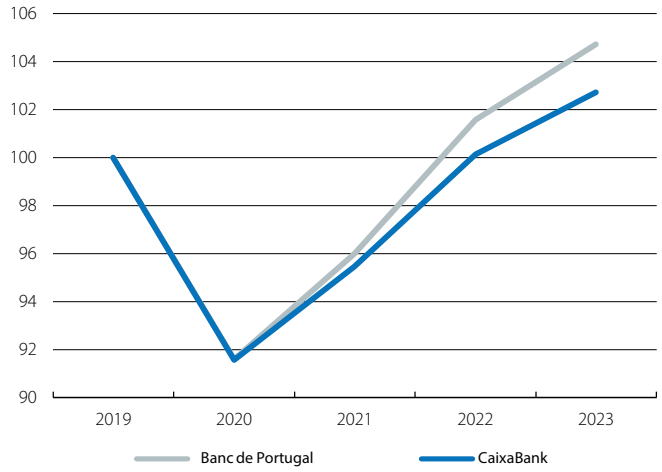
L'economia portuguesa accelerarà el ritme de creixement el 2022. La COVID-19 va continuar condicionant el funcionament de l'economia al llarg del 2021, amb un creixement dels contagis molt rellevant al començament de l'any que va comportar la implantació de restriccions, tot i que el ràpid avanç en el procés de vacunació va permetre arribar al final de l'any amb gairebé el 90% de la població totalment vacunada. En un context d'aixecament progressiu de les restriccions, arran de l'èxit de la vacunació, el PIB hauria crescut, segons les nostres estimacions, el 4,3% en el conjunt del 2021, la qual cosa representa una forta recuperació, encara insuficient, però, per compensar la caiguda històrica registrada el 2020 (el –8,4%). No obstant això, l'aparició de la nova variant òmicron –més contagiosa–, la crisi energètica i els problemes en les cadenes mundials de subministrament han enterbolit les perspectives. Així i tot, esperem que el PIB creixi el 4,9% enguany, amb el suport del turisme, dels fons europeus i de la canalització cap al consum dels estalvis acumulats durant els períodes més restrictius de reclusió. La pandèmia, el risc de prolongació de la crisi energètica i els problemes de les cadenes mundials de subministrament continuen sent una font d'incertesa, però són factors que s'haurien de resoldre durant la segona meitat de l'any, i la possibilitat d'adaptar les vacunes existents a les noves variants convida a pensar que només veurem episodis ocasionals de major incertesa, sense un efecte persistent sobre l'activitat econòmica.

Els indicadors més recents apunten a una moderació del creixement en el 4T 2021, tot i que el consum continua sent el principal motor de la recuperació. Al novembre, els pagaments amb targeta van augmentar el 10,7% en relació amb el mateix període del 2019 i les vendes del comerç al detall, el 5,4%, malgrat la caiguda del consum de carburants. El sector de l'exportació també contribueix al repunt, ja que, al novembre, les exportacions de béns es van situar el 18% per damunt de les del 2019. Altres indicadors –com la producció industrial i els vols registrats als aeroports portuguesos– mostren que el *gap* amb els nivells del 2019 continua sent negatiu, però cada vegada és menor. Així, al novembre, la producció industrial es va situar només el 2,8% per sota del novembre del 2019 i els vols, el 13,6% per sota.

El mercat laboral es recupera més ràpid que l'activitat econòmica. A l'octubre, les dades preliminars apuntaven a un nivell d'ocupació clarament superior a les xifres anteriors a la pandèmia (l'1,1%, és a dir, 52.100 llocs de treball més), mentre que la taxa d'atur es mantenia sense canvis en el 6,4%. Així mateix, al novembre, l'atur registrat a les oficines d'ocupació va recular per vuitè mes consecutiu, l'1,6% (el –13,2% interanual), tot i que encara es mantenia per damunt del nivell pre-COVID (el +13%, +39.900 persones). El descens interanual de l'atur ha estat especialment intens a la construcció, al comerç, als serveis immobiliaris, als serveis administratius i de suport, i a l'hoteleria i la restauració, que expliquen gairebé el 60% del descens interanual de l'atur registrat. No obstant això, en aquest últim sector, es produeix un augment mensual considerable, que es pot justifi-

Portugal: previsions del PIB

Índex (100 = 2019)



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

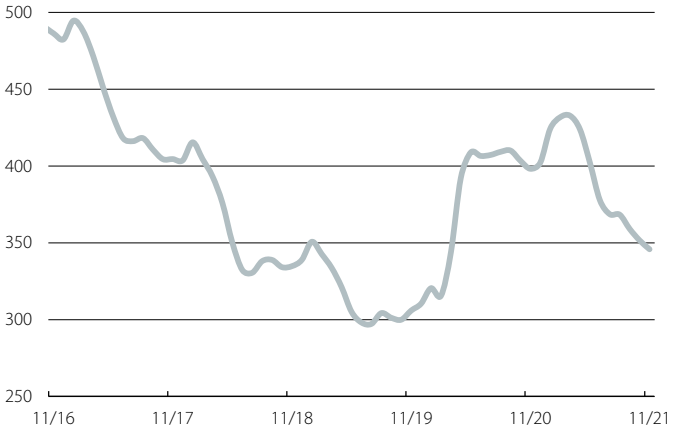
Portugal: evolució dels pagaments amb targeta

*Variació interanual (%) **

Nota: ** A partir del març del 2021, comparació amb el 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Sibs Analytics.*

Portugal: atur registrat a les oficines d'ocupació

(Milers de persones)



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

car pel fet que l'octubre va ser el segon millor mes de l'any en termes de turisme (al contrari que en anys anteriors). Un altre senyal del dinamisme del mercat laboral prové del nombre de vacants no cobertes, que assoleixen nivells molt alts i, en alguns sectors, superen de forma significativa les xifres anteriors a la pandèmia. Així, les nostres perspectives continuen sent positives, i anticipem una taxa d'atur del 6,4% el 2022.

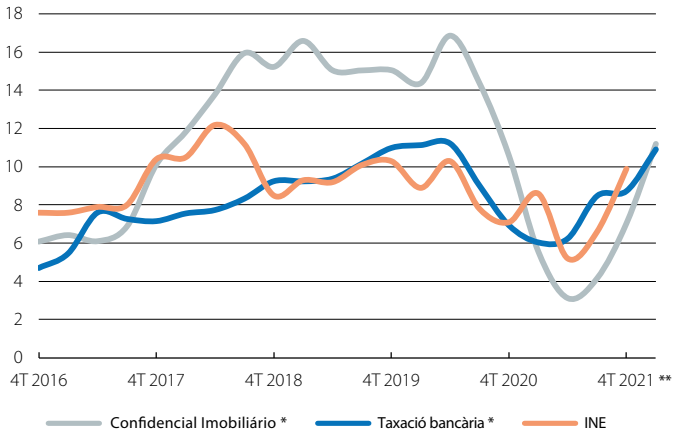
El sector immobiliari continua asimptomàtic. Sembla que la pandèmia no ha impactat en el mercat immobiliari residencial. Així, en el 3T, els preus de l'habitatge es van accelerar el 9,9% interanual (el +3,6% intertrimestral), la qual cosa representa 3,3 p. p. més que en el trimestre anterior. Així mateix, el nombre de transaccions va créixer el 25,1% interanual (el +9,3% intertrimestral), i el valor mitjà de les transaccions per habitatge va augmentar gairebé l'11% interanual i va assolir un valor de gairebé 166.000 euros. En els dos casos –nombre d'habitatges venuts i valor mitjà–, es registren els valors més alts de la sèrie. Les dades més recents continuen mostrant la fortalesa del sector en el 4T: les dades de Confidencial Imobiliário apunten a un augment de preus de l'11,7% interanual al novembre (el 10,6% a l'octubre). De cara al 2022, preveiem un creixement més moderat.

La inflació va trigar a arribar al 2%, però es mantindrà. Aquest era un tema endormiscat, però que es va anar despertant al llarg del 2021 amb el registre de taxes superiors al 2% a la zona de l'euro des del juliol (el 4,9% al novembre). A Portugal, el fenomen ha estat més tardà i també més moderat. L'estimació preliminar de l'INE per al desembre és del 2,8% (el 2,6% al novembre), el segon mes consecutiu amb una inflació superior al 2%. El component del transport, impulsat per l'augment dels preus dels carburants, és l'únic que acumula diversos mesos mostrant taxes d'inflació superiors al 5%. No obstant això, al desembre, la sorpresa va procedir del fort increment dels preus dels aliments no elaborats: el +3,2% (el 0,8% al novembre), a causa de l'augment dels seus costos. Preveiem que la taxa d'inflació d'aquests béns es mantindrà per damunt del 2% en els primers mesos del 2022.

Es redueix el dèficit públic, però encara es nota la petjada de la pandèmia en els comptes públics. El dèficit de les Administracions públiques es va situar en el 3,4% del gener al novembre, la qual cosa representa un descens d'1,4 punts en relació amb el mateix període del 2020. La millora dels comptes públics és deguda al notable creixement dels ingressos (el 8,6% interanual), gràcies a l'augment dels ingressos tributaris i contributius (a causa de la millora de l'activitat econòmica i del menor impacte de les mesures COVID d'exempció i de pròrroga del pagament d'alguns impostos), a la recepció de fons europeus (+1.299 milions d'euros), als ingressos per la subhasta de xarxes mòbils 5G i als dividends de la CGD. Per la seva banda, les despeses augmenten el 5,0% interanual, amb un increment substancial de les transferències corrents, de les despeses de personal, de l'adquisició de béns i serveis i de la inversió. L'impacte de la pandèmia continua sent encara molt marcat: en total, les mesures COVID assoleixen l'equivalent al 2,7% del PIB fins al novembre (el 2,3% en el mateix període del 2020). Fins al novembre, el dèficit es compara malament amb el superàvit registrat en el mateix període del 2019, a causa, principalment, del fort augment de les transferències corrents, que s'explica, en gran part, per aquestes mesures.

Portugal: preu de l'habitatge

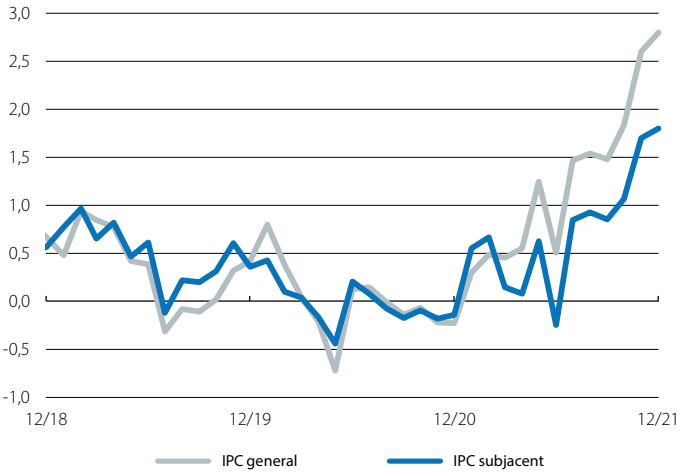
Variació interanual (%)



Notes: ** Variació interanual mitjana en cada trimestre. ** Per al 4T 2021, queda reflectida la mitjana de l'octubre i el novembre en relació amb el període homòleg.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Confidencial Imobiliário i de l'INE de Portugal.*

Portugal: IPC

Variació interanual (%)



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

Portugal: execució pressupostària (gener-novembre)

	2019 (% PIB)	2020 (% PIB)	2021 (% PIB)	Var. 2021 *vs.* 2019 (%)	Var. 2021 *vs.* 2020 (%)
Ingressos totals	**40,5**	**40,6**	**41,9**	**1,4**	**1,3**
Impostos	23,6	23,4	23,4	–0,2	0,0
Contribucions socials	10,1	10,8	11,1	0,9	0,2
Despeses totals	**40,2**	**45,4**	**45,3**	**5,1**	**–0,1**
Despeses de personal	10,0	11,1	11,1	1,1	–0,1
Transferències corrents	17,3	20,1	19,9	2,7	–0,2
Adquisició de béns i serveis	5,6	6,1	6,1	0,5	0,0
Interessos	3,9	4,0	3,5	–0,5	–0,5
Inversió	1,9	2,3	2,6	0,7	0,4
Saldo pressupostari	**0,3**	**–4,8**	**–3,4**	**–3,7**	**1,4**

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

Preus de l'habitatge a Portugal: fonaments sòlids o peus de fang?

Al contrari del que ha succeït en altres sectors d'activitat, alguns amb caigudes del volum de negoci del 70%, quan ens fixem en el mercat de l'habitatge, comprovem que la crisi pandèmica li va passar de llarg. En el 4T 2020, el nombre de transaccions ja va superar el del mateix període del 2019, i, en el primer semestre del 2021, les operacions superen les del mateix període del 2019 i del 2020. Així mateix, els preus de l'habitatge han mantingut la trajectòria ascendent que es ve observant des del 2015, tant en l'índex de l'INE com en l'elaborat per Confidencial Imobiliário. Aquesta tendència dels preus s'observa també en el valor mitjà per metre quadrat en les taxacions bancàries en l'àmbit dels processos de crèdit a l'habitatge, que, a l'octubre del 2021, va anotar el valor més alt de la sèrie i es va situar el 17% per damunt del de l'octubre del 2019. Quan totes les variables (transaccions, preu i valor) apunten en sentit ascendent, cal preguntar-se si aquest creixement és sostenible. Són sòlids els fonaments en què es basen aquestes valoracions?

Seria raonable pensar que un augment de preu dels immobles servirà d'incentiu per a l'augment de l'oferta i per a l'increment de la inversió en la construcció d'edificis per a habitatge. Un moviment d'aquest tipus podria conduir a un excés d'oferta. Malgrat això, tenint en compte el llarg període de producció del sector de la construcció d'habitatge, aquest excés d'oferta no es genera en un o dos anys.

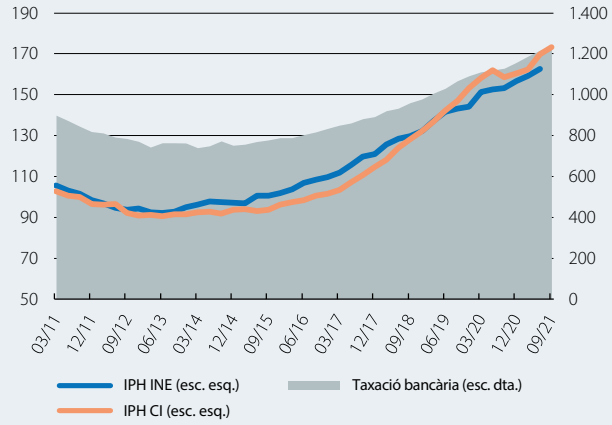
Per avaluar l'existència d'un sobredimensionament al mercat de l'habitatge *(housing overhang)*,[1] es pot comparar la FBCF[2] residencial actual (en percentatge del PIB) amb la mitjana dels 20 últims anys. Des del 2015, la inversió en habitatge acumula un diferencial negatiu de 17 punts de PIB en relació amb la mitjana històrica dels 20 últims anys (el 5,5% del PIB), la qual cosa suggereix que no s'ha generat un excés d'oferta d'immobles residencials en els últims anys (al contrari).

Una altra manera d'estimar si el ritme actual de construcció d'habitatges és sostenible a llarg termini és comparar el nombre d'habitatges construïts amb la creació de llars. En assumir una taxa de depreciació dels habitatges del 2% (i donant per fet, implícitament, que un habitatge dura 50 anys), una taxa de construcció de 20 habitatges per cada 1.000 nuclis familiars mantindria constant l'estoc d'habitatges per unitat familiar. Sent més restrictius i considerant una depreciació dels habitatges de l'1%, cal un índex

1. Vegeu l'article Gros, D. (2007), «Bubbles in Real? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US», CEPS Working Document, núm. 276, octubre.
2. Formació bruta de capital fix.

Portugal: índexs de preus d'habitatge i taxació bancària

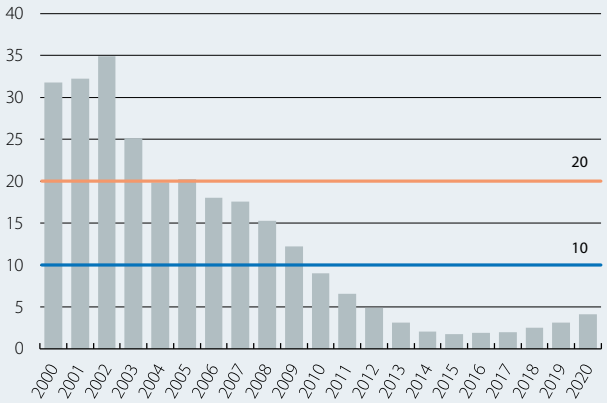
(Nivell 100 = 2011) *(Euros/m²)*



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

Portugal: oferta d'habitatge nou

(Nombre d'habitatges nous per 1.000 llars)



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

de construcció de 10 habitatges per cada 1.000 llars per mantenir inalterat l'estoc d'habitatges.[3] En el cas portuguès, l'índex de construcció ha estat inferior a aquests valors de referència: per sota de 20 des del 2006 i per sota de 10 des del 2010, la qual cosa apuntaria al fet que no s'ha produït un excés d'oferta d'habitatge nou que exerceixi pressió a la baixa sobre els preus.

En la mateixa línia, sembla que el percentatge d'habitatges nous en el *mix* de les transaccions, que s'ha reduït des de nivells per damunt del 30% fins al 2011 a percentatges de l'ordre del 15% en l'actualitat, confirma aquesta idea.

3. L'indicador de l'índex de construcció es pot ajustar tenint en compte, per exemple, l'índex anual de creixement de la població. Com que, a Portugal, en l'última dècada, els índexs anuals de creixement de la població han estat residuals/nuls, es va optar per no fer cap ajustament.

No obstant això, l'escenari no és tan encoratjador quan ens fixem en els determinants de la demanda, en concret en la renda de les famílies. L'OCDE elabora un indicador[4] d'accessibilitat que relaciona el preu dels habitatges amb la renda disponible per habitant, i, segons les últimes dades disponibles (2T 2021), la ràtio de Portugal (= 134) surt mal parada si es compara amb la de la resta dels països de la zona de l'euro, ja que és la tercera pitjor, i amb la mitjana de l'OCDE (= 118,7).

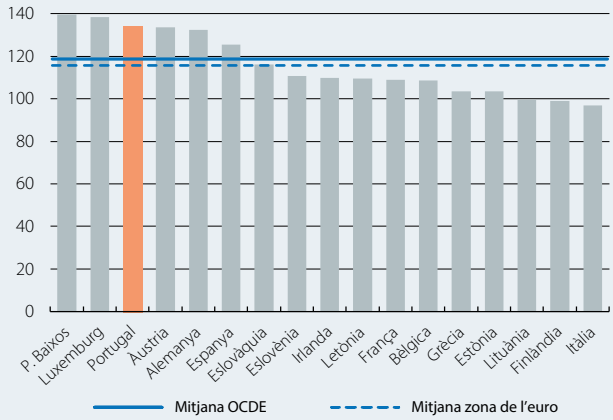
Si en la ràtio *house price-to-income* considerem la diferència del valor actual amb la mitjana històrica com un indicador de sobrevaloració, l'indicador actual es troba el 12% per damunt d'aquesta mitjana, i amb una tendència de fort creixement des del 2015, els habitatges són cada vegada menys accessibles en relació amb la renda de la població. De fet, entre el 2015 i el 2020, el creixement mitjà dels preus de l'habitatge es va apropar al 9% anual, mentre que la renda mitjana disponible de les famílies va créixer només a un ritme del 3% anual. En altres paraules: el 2015, el valor mitjà dels habitatges a l'àrea metropolitana de Lisboa era l'equivalent a 5 anys i mig de la renda mitjana d'una família portuguesa i, el 2020, aquest valor va pujar fins als 6,5 anys.

Podríem ser davant una bombolla especulativa? Al mercat de l'habitatge, es produeixen bombolles quan els preus s'allunyen dels seus fonamentals i es genera una espiral d'expectatives d'augment de preus, la qual cosa empeny els participants al mercat a un «excés d'activitat» per obtenir guanys futurs per les revaloracions esperades. Aquest comportament condueix a un augment explosiu dels preus que domina de forma temporal la dinàmica de la sèrie temporal. Per aclarir aquesta possibilitat, apliquem a l'IPH una metodologia economètrica[5] per detectar i delimitar períodes que poden estar associats a episodis de bombolla. El resultat d'aquest test estadístic queda expressat en l'últim gràfic: després del 3T 2017, podria haver-hi indicis de la formació d'una exuberància de preus al mercat de l'habitatge a Portugal. Només la inversió del cicle de tipus d'interès baixos, que cada vegada sembla una realitat menys llunyana, podrà confirmar o no el refredament de la demanda, sobretot, de l'apetència pels immobles com a inversió.

Tiago Belejo Correia

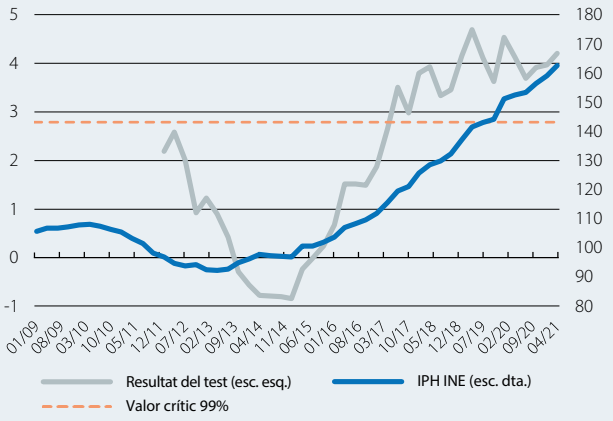
Portugal: preus de l'habitatge sobre els ingressos en el 2T 2021

(En % dels ingressos)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'OCDE Price-to-income.*

Portugal: test economètric aplicat a l'índex de preus



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

4. Ràtio *house price-to-income.*
5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Vegeu l'article de Phillips, P.C.B., Shi, S. i Yu, J. (2015), «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500», International Economic Review, 56 (4), 1.043-1.078.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Índex coincident d'activitat	0,9	–5,4	–5,0	–2,5	1,7	3,8	3,7	3,6	...
Indústria									
Índex de producció industrial	–2,2	–6,9	–2,1	–0,8	25,0	–4,7	–6,3	0,2	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–3,2	–15,8	–14,7	–13,6	–5,0	–1,5	–3,4	–2,7	–2,1
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	15,4	0,7	12,8	47,9	–28,9	–2,5	–23,9	...	...
Compravenda d'habitatges	1,7	–5,7	1,0	0,5	58,3	25,1	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	8,7	10,6	11,2	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	7,8	–76,2	–76,2	–86,7	–74,2	–38,7	–9,8	21,2	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	12,9	–21,6	–19,5	–19,1	–9,9	5,5	9,8	11,8	14,0
Consum									
Vendes comerç al detall	4,4	–3,0	–1,9	–7,5	16,0	2,8	3,2	10,0	...
Indicador coincident del consum privat	2,2	–6,1	–5,5	–1,0	4,3	6,8	6,5	6,0	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,0	–22,4	–26,2	–24,4	–17,3	–13,6	–10,9	–13,3	–16,4
Mercat de treball									
Població ocupada	1,2	–1,9	–1,2	–1,3	4,5	4,7	2,9	...	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	6,1	6,4	...	...
PIB	**2,7**	**–8,4**	**–6,8**	**–5,7**	**16,1**	**4,2**	–	–	–

Preus

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
General	0,3	0,0	–0,2	0,4	0,8	1,5	1,8	2,6	2,8
Subjacent	0,5	0,0	–0,1	0,5	0,2	0,9	1,1	1,7	1,8

Sector exterior

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	3,6	–10,3	–10,3	–8,0	9,5	13,4	14,0	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	6,0	–14,8	–14,8	–15,7	1,8	10,2	13,1	...	...
Saldo corrent	**0,9**	**–2,2**	**–2,2**	**–2,1**	**–1,5**	**–1,9**	**–2,1**	**...**	**...**
Béns i serveis	1,7	–3,6	–3,6	–3,5	–3,8	–4,2	–4,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	–0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	2,3	2,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,8**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,5**	**1,2**	**1,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	5,2	10,1	10,1	10,6	8,7	8,7	8,5	9,2	...
A la vista i estalvi	14,8	18,8	18,8	18,5	15,3	15,5	15,1	16,7	...
A termini i preavís	–2,9	1,4	1,4	2,4	1,3	1,0	1,0	0,7	...
Dipòsits d'AP	5,6	–21,0	–21,0	–23,6	–15,0	–5,2	–5,3	–7,9	...
TOTAL	**5,2**	**9,0**	**9,0**	**9,4**	**7,8**	**8,2**	**8,1**	**8,7**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									...
Sector privat	–0,1	4,6	4,6	5,1	4,4	4,2	4,2	4,1	...
Empreses no financeres	–3,7	10,5	10,5	11,0	7,2	5,8	5,6	5,5	...
Llars - habitatges	–1,3	2,1	2,1	2,7	2,6	3,3	3,3	3,2	...
Llars - altres finalitats	15,4	–1,1	–1,1	–1,0	3,2	3,2	3,6	3,4	...
Administracions públiques	–4,7	–4,2	–4,2	–5,1	4,5	4,1	4,8	4,4	...
TOTAL	**–0,3**	**4,2**	**4,2**	**4,7**	**4,4**	**4,2**	**4,2**	**4,1**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**6,2**	**4,9**	**4,9**	**4,6**	**4,3**	**4,0**	–	–	–

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 Datastream.*

La crisi energètica a Europa

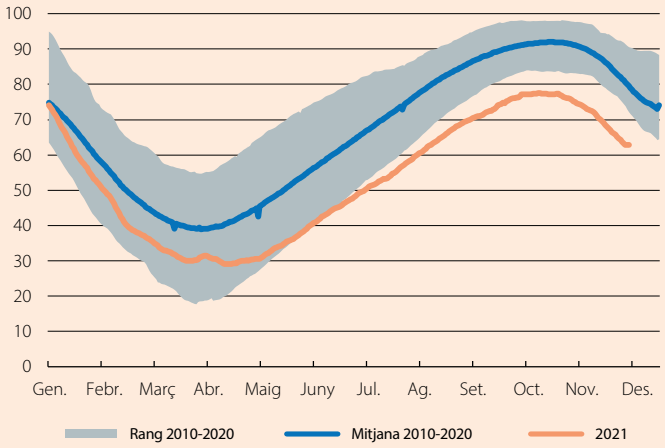
Els preus de l'energia van repuntar amb molta força en el segon tram del 2021. El gas, el petroli i el carbó van registrar variacions interanuals sense precedents (+290%, +50% i +47%), respectivament). Fins i tot si tenim en compte que, durant el 2020, aquests preus van ser inusualment baixos, a causa de la menor demanda d'energia, i comparem els nivells actuals amb els del 2019, el repunt continua sent molt accentuat. Què ha provocat aquesta situació? Persistiran aquests preus a mitjà i a llarg termini?

La tempesta perfecta al mercat del gas el 2021

L'origen d'aquest augment dels preus el trobem al mercat del gas, on s'han concentrat diversos factors que, aïlladament, haurien tingut un impacte petit sobre els preus energètics europeus, però que, conjuntament, els han dut a màxims històrics.

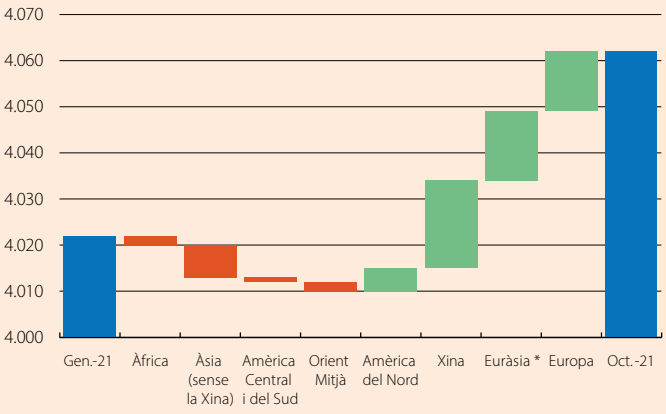
L'indicador clau per entendre aquesta situació són els inventaris de gas a Europa, la dinàmica dels quals és molt estacional. El 2021, les reserves de gas amb què Europa va sortir de l'hivern van ser especialment baixes, a causa d'una temperatura una mica més extrema que de costum. Durant la primavera i durant l'estiu, els inventaris s'haurien d'haver omplert, però alguns factors ho van impedir. D'una banda, la falta de vent a diverses regions i la menor generació hidroelèctrica van forçar un major consum de gas en relació amb aquestes altres fonts. De l'altra, la geopolítica va entrar en lliça: les importacions de gas a Europa des d'Algèria que passen pel Marroc es van veure afectades per la ruptura de les relacions diplomàtiques entre aquests dos països.[1] I, per acabar-ho d'adobar, Rússia, el principal exportador de gas a la UE, amb el 44% del total el 2020, va reduir les exportacions de gas a través del gasoducte d'Ucraïna arran de les tensions geopolítiques amb aquest país i amb la idea d'empènyer Alemanya a autoritzar la posada en funcionament del Nord Stream 2, un gasoducte que permetrà transportar el doble de gas de Rússia a Europa.

Europa: reserves de gas
(% de la capacitat total)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Gas Infrastructure Europe.*

Canvi en les previsions de demanda de gas durant el 2021
Milers de milions de metres cúbics (bcm)



Nota: ** La major part d'aquesta regió correspon a Rússia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Agència Internacional de l'Energia (IEA).*

Una de les alternatives per dependre menys del gas rus i algerià passa per incrementar les importacions de gas natural liquat (GNL). Aquest sistema liqua el gas a l'origen i, mitjançant vaixells marítims, el transporta a qualsevol port del món que tingui la infraestructura adequada per tornar-lo a gasificar. El principal subministrador de GNL per a Europa són els EUA.[2] No obstant això, des del 2020, a Europa li ha sortit un competidor, la Xina, que, a més a més, explica una bona part de l'augment de la demanda de gas el 2021 a nivell global en relació amb el que es preveia al començament de l'any, en part per les disrupcions en la generació d'energia a través d'altres fonts, com el carbó.

L'augment del preu del gas a Europa s'ha vist també influït per la forta reactivació econòmica. No en va, l'embranzida de la recuperació econòmica el 2021 ha estat major del que es preveia, la qual cosa també ha esperonat la demanda de gas a Europa i a nivell global (vegeu el segon gràfic).

1. Les importacions europees de gas natural provinents d'Algèria van representar l'11,9% del total el 2020, de les quals, aproximadament, el 40% va fluir a través del Marroc.
2. El 5% de les importacions el 2020 i el 6,3% en el primer semestre del 2021.

Finalment, un altre element que juga un paper clau en aquesta crisi energètica europea ha estat l'increment del preu de les emissions de gasos amb efecte d'hivernacle (d'ara endavant, GEH). Des del 2005, a la UE, existeix un mercat, anomenat EU ETS, que fixa els GEH que poden emetre diversos sectors econòmics, com l'elèctric o el metal·lúrgic. La quantitat d'emissions disponibles està fixada per la UE i es redueix cada any, la qual cosa n'incrementa el preu. Atès que, a l'estiu del 2020, la UE va incrementar l'objectiu de reducció d'emissions per al 2030 i el va passar del 40% al 55%, es van haver de realitzar diversos ajustos reguladors en l'EU ETS per fer-lo coherent amb la nova ambició climàtica, com, per exemple, un major ritme de reducció dels drets d'emissió anuals, que passarien de l'1,7% anterior al 2,2%. En aquest context, el preu de les emissions a Europa va augmentar dels 30 euros per tona de CO_2 equivalent (€/TCO_2) de mitjana del 2020 fins als 80 €/TCO_2 actuals.[3] Aquest preu persegueix desincentivar la generació energètica a través de fonts contaminants i afavorir la generació renovable i neta, objectiu que, en part, es va complir. Atès que la combustió de gas emet molts menys GEH que el carbó o el petroli, l'augment de preus de les emissions va afavorir el consum de gas en relació amb el de petroli o amb el de carbó, la qual cosa, al seu torn, va incrementar-ne el preu relatiu.

Perspectives a mitjà termini al mercat del gas

De cara al 2022, s'espera que els preus energètics a Europa es moderin a partir del 2T, tal com ho apunten les cotitzacions dels lliuraments futurs de gas i de petroli als mercats financers. Sobre el gas, en particular, la principal incertesa serà veure amb quin nivell d'inventaris se surt de l'hivern. Alguns experts apunten que, si l'hivern és més llarg o amb temperatures més extremes de l'habitual, la pressió sobre els preus podria augmentar encara més. No obstant això, amb la reducció estacional de la demanda energètica quan acabi l'hivern, s'anticipa una caiguda significativa dels preus del gas a Europa, tot i que es mantindran per damunt dels nivells previs al 2020.[4]

Si posem els llums llargs, dos elements seran claus per entendre les dinàmiques del mercat energètic a mitjà i a llarg termini. D'una banda, és probable que l'ambiciosa lluita contra el canvi climàtic d'Europa encareixi encara més el consum dels combustibles fòssils. No obstant això, atès que el gas és més net que el petroli i el carbó, s'espera que tingui un rol clau durant la transició energètica. De fet, fins i tot l'escenari de l'Agència Internacional de l'Energia (IEA), on s'assoleix la neutralitat climàtica el 2050, pronostica un increment del consum de gas en els cinc propers anys. Més endavant, això sí, amb l'augment de la generació elèctrica a través de fonts 100% netes, el consum de gas hauria de recular.[5]

L'altre vector clau per al futur del mercat energètic a Europa serà la geopolítica. Per satisfer la seva demanda energètica, Europa ha de ser una importadora neta de les principals fonts energètiques. Això genera una dependència dels països productors que, a vegades, pot ser adversa per als interessos europeus, com ha estat el cas amb Rússia i amb Algèria el 2021. En el futur, circumstàncies com les esmentades més amunt es poden repetir, malgrat que la major generació energètica a través de fonts renovables (com el sol, el vent o l'aigua) hauria d'alleujar la dependència energètica de la regió.[6]

Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

3. Un altre factor que ha contribuït a l'augment ha estat l'aparició de fons inversors al mercat de les emissions.
4. El preu del gas de referència a Europa, el TTF dels Països Baixos, va presentar una mitjana de 18 €/MWh entre el 2015 i el 2020, mentre que, durant la segona meitat del 2021, la mitjana va ser de 72 €/MWh i el preu va arribar a assolir els 180 €/MWh. D'altra banda, els mercats de futurs estimen que, a partir de l'abril, el preu se situarà al voltant dels 80 €/MWh.
5. En aquest sentit, la IEA assenyala que, per assolir la neutralitat climàtica el 2050, no serà necessari trobar noves reserves de gas ni de petroli. No obstant això, amb les polítiques i amb les regulacions actuals (no consistents en l'assoliment de la neutralitat climàtica), serien necessàries inversions de 680.000 milions de dòlars anuals per satisfer la demanda estimada, una xifra superior a l'observada en els últims anys. Per a més detalls, vegeu International Energy Agency, «World Energy Outlook 2021».
6. No obstant això, malgrat que aquestes tres fonts energètiques siguin «il·limitades» i es puguin processar a Europa, els minerals amb què es fabriquen els materials capaços d'obtenir, de generar i d'emmagatzemar aquesta electricitat no ho són (el coure, el níquel o el cobalt, entre d'altres). De fet, alguns acadèmics i el mateix Fons Monetari Internacional apunten que l'escassetat d'aquests minerals, juntament amb la major ambició en la lluita contra el canvi climàtic, podria dur el seu preu a màxims històrics i podria desaccelerar la transició energètica cap a una economia més neta. Vegeu Boer, L. *et al.* (2021), «Energy Transition Metals», DIW Berlin Discussion Paper, núm. 1.976.

El mercat ibèric de l'electricitat i la pujada del preu a Espanya

La crisi energètica a Europa ha comportat un fort repunt dels preus, que ha estat especialment intens a Espanya. No en va, en el 4T 2021, el preu majorista de l'electricitat al mercat ibèric va ser més de tres vegades superior al del 4T 2018, any en què es van registrar els preus més elevats de l'electricitat del període 2010-2020 (vegeu el primer gràfic). En aquest article, analitzem les conseqüències de la crisi energètica actual per als preus de l'electricitat i posem en perspectiva els seus efectes sobre la factura de la llum a Espanya. Per fer-ho, necessitem entendre l'estructura dels mercats majorista i al detall de l'electricitat.

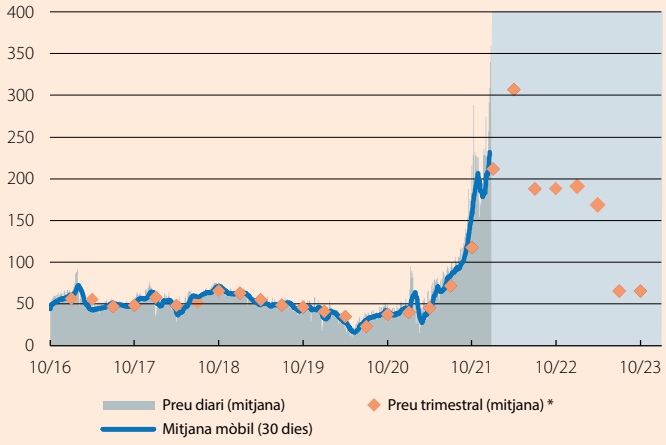
El mercat majorista de l'electricitat

Els mercats majoristes de l'electricitat connecten l'oferta de les empreses generadores d'electricitat amb la demanda de les empreses distribuïdores. Així, el seu preu reflecteix els costos de producció i ofereix un senyal important sobre les condicions del mercat de l'electricitat.[1] Tenint en compte la relativa inelasticitat de la demanda d'electricitat, els elevats preus actuals reflecteixen, principalment, la forta pressió pel costat de l'oferta, que ha comportat repunts històrics en els preus de l'energia als mercats internacionals.[2]

A la UE, els mercats majoristes funcionen en règim de subhasta amb una estructura marginalista. És a dir, en cada tram horari, el preu de l'última unitat d'electricitat contractada per cobrir la demanda és el que defineix el preu d'equilibri del mercat al qual són remunerades totes les empreses generadores. Aquesta estructura de mercat implica que, per satisfer la demanda al mercat majorista, «entrin» en primer lloc les tecnologies amb costos més baixos. Les centrals nuclears tenen, essencialment, una oferta constant a un cost marginal molt baix, mentre que les energies eòlica i fotovoltaica (també amb costos molt baixos) tenen una oferta variable al llarg del dia. Els últims trams de la demanda se solen satisfer amb tecnologies més cares, com el cicle combinat, que utilitza el gas com a principal font d'energia, o l'energia hidràulica, que, per la seva capacitat d'emmagatzematge mitjançant els embassaments, es pot activar de manera flexible (vegeu el segon gràfic).

Preu de l'electricitat al Mercat Ibèric de l'Electricitat (MIBEL)

(€/MWh)



Nota: *Les previsions dels preus trimestrals a partir del 1T 2022 s'extreuen a partir dels preus de contractes trimestrals de futurs d'electricitat per al mercat ibèric cotitzats el 16 de desembre del 2021.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Operador del Mercat Ibèric d'Energia (Pol Espanyol, OMIE, i Pol Português, OMIP).*

En remunerar totes les energies al preu més elevat, les que tenen costos variables més baixos es poden beneficiar de preus elevats, la qual cosa incentiva la inversió en energies renovables. En particular, el cicle combinat és, generalment, la tecnologia utilitzada al mercat ibèric per cobrir la demanda marginal, ja que és una font d'energia amb costos variables més elevats i amb més flexibilitat d'oferta. Aquesta «dependència marginal» implica que el preu majorista de l'electricitat sigui determinat, principalment, pels dos factors clau en el cost de producció del cicle combinat: el gas natural i el preu de les emissions CO_2 de la UE. Des de l'inici del 2021, el preu del gas s'ha multiplicat gairebé per 10 als mercats europeus, i el preu dels drets d'emissió s'ha triplicat fins als 80 €/tona de CO_2 al final de l'any. Així, el repunt del preu majorista es pot explicar, en gran part, pel repunt de preus als dos mercats.

Però, si l'estructura del mercat majorista i els preus de les principals entrades de producció són comuns, per què les pujades de preus de consum final han estat diferents entre els països de la UE i han estat especialment intenses en el cas d'Espanya? D'una banda, perquè el *mix* energètic és diferent entre països: Alemanya depèn relativament més del carbó (el 24%, en relació amb el 2% d'Espanya); a França, l'energia nuclear cobreix un major percentatge de la producció d'electricitat (el 67%, en relació amb el 22% d'Espanya), i, a Itàlia, el gas és la font dominant per a la producció d'electricitat (el 46%, en relació amb el 26% d'Espanya). A Espanya i a Portugal, per la seva banda, les energies renovables tenen molta més importància en el *mix* energètic (el 43% i el 59%, respectivament), tot i que la font marginal d'energia és, generalment, el cicle combinat. Això no és així en altres economies euro-

1. Aquest no és l'únic canal de transacció entre les empreses distribuïdores i generadores d'electricitat. D'una banda, algunes grans empreses són, alhora, generadores i distribuïdores d'electricitat. De l'altra, les distribuïdores d'electricitat (o, fins i tot, les empreses amb grans necessitats de consum elèctric) poden entrar en contractes bilaterals, en general a llarg termini, amb generadores, anomenats contractes PPA (de l'anglès *Power Purchase Agreement*).
2. Vegeu l'article «La crisi energètica a Europa», en aquest mateix Dossier.

pees, ja que diferents *mixes* energètics comporten que la font marginal dominant d'energia sigui diferent.

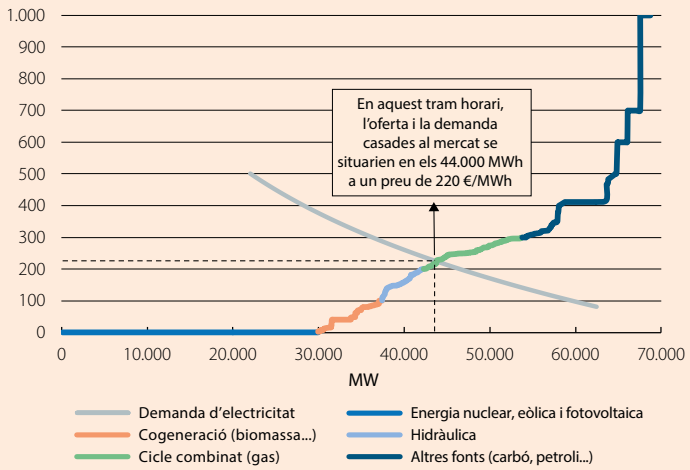
D'altra banda, la transmissió de preus majoristes als consumidors finals depèn de l'estructura del mercat al detall.

El mercat al detall de l'electricitat a Espanya i a Portugal

Malgrat que Espanya i Portugal comparteixen el mateix mercat majorista, els preus de l'electricitat per als consumidors espanyols, segons les dades de l'IPCH publicades per Eurostat, van ser el 46,7% més alts al novembre del 2021 en relació amb el mateix període del 2020, mentre que, per als consumidors portuguesos, van pujar només el 2,6%.[3] Aquesta disparitat es pot explicar per les diferències en l'estructura del mercat al detall als dos països.

En primer lloc, la distribució dels consumidors entre el mercat regulat (on la formació de preus depèn de cada país) i el mercat lliure (on els preus solen ser molt estables per al consumidor) és molt diferent: a Portugal, més del 80% de les llars són al mercat lliure, mentre que, a Espanya, només el 60% dels clients són en aquest mercat, i l'altre 40% està adherit al mercat regulat.

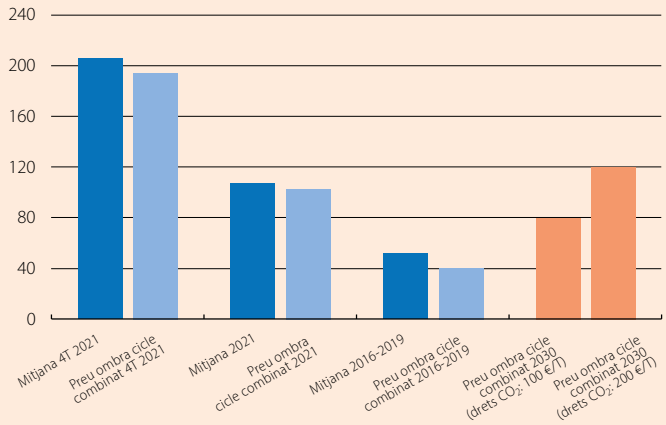
Corbes d'oferta i demanda d'electricitat al mercat majorista
(€/MWh)



Nota: *L'exemple donat en aquest gràfic es basa en corbes reals de demanda i d'oferta d'electricitat al mercat majorista ibèric (OMIE), però té un objectiu únicament il·lustratiu.*
Font: *CaixaBank Research.*

En segon lloc, el funcionament del mercat regulat a Espanya i a Portugal és diferent. A Portugal, el preu regulat ve definit cada any pel regulador de mercat (malgrat que puguin existir revisions trimestrals si els preus majoristes es desvien de les previsions del regulador). En canvi, a Espanya, el preu regulat, anomenat preu voluntari al petit consumidor (PVPC), varia diàriament en funció del preu majorista. En aquest context, la transmissió de preus del mercat majorista als consumidors finals i, en conseqüència, a la inflació és significativament més immediata a Espanya que en altres països, com Portugal. En aquest context, una de les reformes del mercat elèctric que s'està plantejant a Espanya per limitar aquesta dependència seria reduir la freqüència amb què s'ajusta el preu PVPC i fer-la dependre d'una gamma més àmplia d'indicadors.[4]

Preus majoristes de l'electricitat a Espanya
(€/MWh)



Nota: *El preu ombra del cicle combinat (CC) s'estima a partir d'una aproximació del cost variable (CV) de generació d'electricitat a partir d'aquesta font d'energia (CV = 1,85 x preu del gas natural + 0,4 x preu dels drets d'emissió). L'interval del preu ombra el 2030 assumeix que el gas natural tornarà a la seva mitjana històrica, en línia amb les cotitzacions del mercat de futurs TTF.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMIE i de Bloomberg.*

Quant costarà encendre la llum el 2022?

Com s'ha comentat més amunt, de cara al 2022, s'espera que les pressions pel costat de l'oferta es vagin atenuant al llarg de l'any, principalment per la normalització dels preus del gas, tal com ho indiquen els preus futurs cotitzats als mercats financers. D'altra banda, és probable que el xoc observat al mercat de drets d'emissió persisteixi en el temps, i, tenint en compte el reforç de l'ambició climàtica a la UE en els propers anys, també és probable que el preu de les emissions mantingui una tendència alcista, tot i que més moderada. Tot això ens fa pensar que, en els propers mesos, el preu majorista es mantindrà per damunt dels 200 €/MWh, però que, un cop passat l'hivern, hauria de començar a baixar fins a situar-se al voltant dels 100 €/MWh a mitjà termini (vegeu el tercer gràfic). No obstant això, la incertesa continua sent molt elevada. És molt difícil predir com evolucionarà el conflicte geopolític entre Europa i Rússia, el qual, com hem vist, té un impacte directe sobre el cost de l'energia.

Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

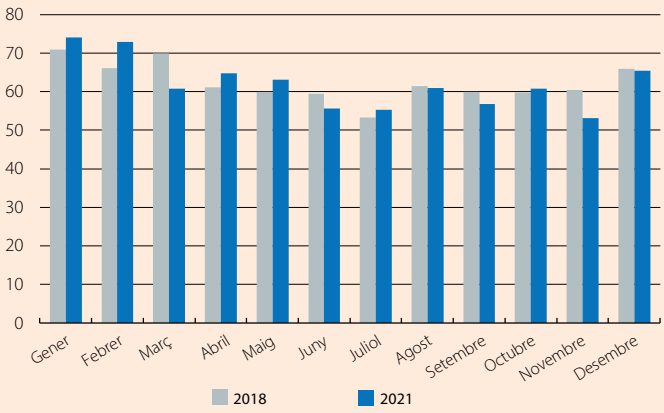
3. Com a referència, durant aquest mateix període, a França, els preus de l'electricitat van pujar el 3,3%, mentre que, a Alemanya, van pujar el 3,1% i, a Itàlia, el 33,2%. A l'article «Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?», d'aquest mateix Dossier, analitzem, mitjançant dades internes de CaixaBank, la variació en el pagament de les factures elèctriques per als clients residents a Espanya.
4. Les diferències impositives entre països són un altre factor important. Per exemple, una part important de la factura de la llum a Espanya està composta pels anomenats «peatges» i «càrrecs» i també per impostos. En els últims mesos, el Govern ha tractat de reduir el pes d'aquests components en la factura de l'electricitat.

Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?

El 2021 va ser un any convuls al mercat de l'electricitat.[1] Els preus van augmentar de manera alarmant a partir del juliol, i l'any va acabar amb el megawatt hora (MWh) al voltant dels 300 euros al mercat majorista.[2] El Govern, per reduir l'impacte d'aquest augment de preus sobre els consumidors, va implementar diverses mesures impositives, com la rebaixa de l'IVA o la suspensió temporal de l'impost de producció elèctrica. Mentrestant, les tarifes per trams horaris també es van modificar per incentivar un ús més eficient de l'energia. Així que la pregunta és: quin va ser l'impacte final sobre les butxaques de les famílies?

Espanya: evolució mensual del rebut mitjà de la llum

Import (euros)



Nota: *Imports dels rebuts de la llum domiciliats de clients particulars cada mes (exclou les empreses i els autònoms).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

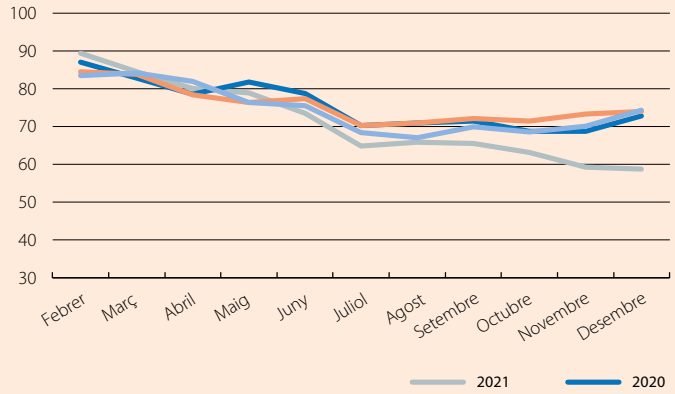
Ho analitzem a partir dels rebuts d'electricitat domiciliats a CaixaBank per part dels clients particulars.[3] És clar que el rebut de la llum d'una llar depèn de molts factors (l'energia consumida, el preu de l'energia, els impostos vigents, la tarifa contractada, etc.), però, al final, el que afecta el consum de les llars és l'import que, en cada moment, acaben pagant pel subministrament. I, malgrat tots els esdeveniments, al llarg del 2021, l'import del rebut mitjà de la llum va ser força similar al de l'any 2018,[4] any prepandèmia, amb preus al mercat majorista similars als del primer semestre del 2021. En el 1T 2021, el rebut mitjà (és a dir, la meitat de les llars van pagar un import menor i l'altra meitat un de major) era de 68 euros, el mateix import que en el 1T 2018. En el 4T 2021, el rebut mitjà pujava a 60 euros, un import el 3,6% inferior al del rebut mitjà en el 4T 2018.

L'import mitjà del rebut baixa al mercat lliure i puja al regulat

No obstant això, aquest resultat canvia de forma radical si l'analitzem en funció del tipus de contracte que té cada llar. Al mercat regulat, que correspon al 39% de les llars,[5] el rebut mitjà en el 4T 2021 va pujar a 54 euros, el 13% per damunt del rebut mitjà del

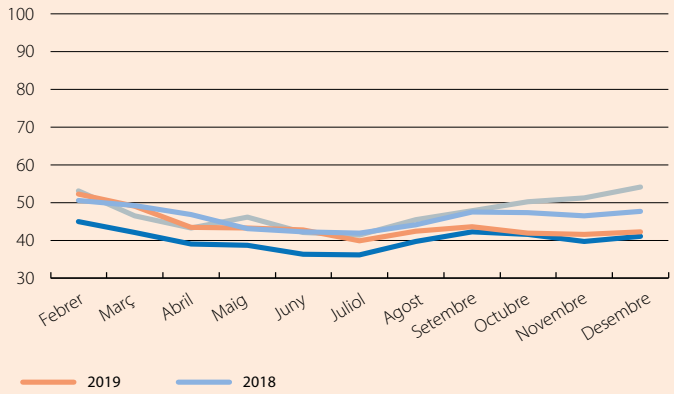
Espanya: evolució mensual del rebut mitjà de la llum al mercat lliure (preu fix)

Import (euros)



Espanya: evolució mensual del rebut mitjà de la llum al mercat regulat (PVPC)

Import (euros)

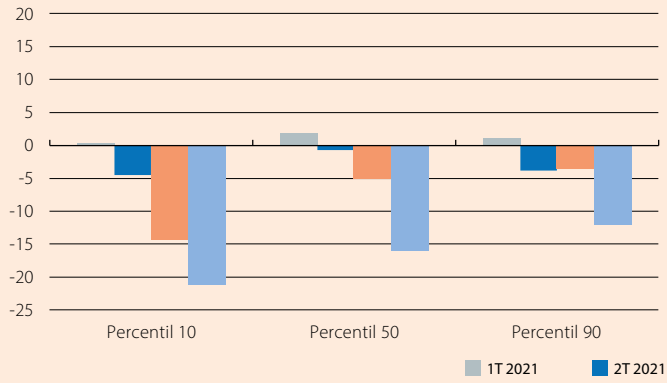


Notes: *Mitjana mòbil de dos mesos. Imports dels rebuts de la llum domiciliats de clients particulars cada mes (exclou les empreses i els autònoms).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

1. Per a més detalls sobre els factors que expliquen l'augment dels preus de l'electricitat, vegeu el Focus «L'impacte de l'augment del preu de l'electricitat sobre l'economia espanyola», a l'IM12/2021.
2. Durant el primer semestre del 2021, el preu mitjà del MWh al mercat majorista va ser de 60 euros.
3. Per fer-ho, agreguem els imports dels rebuts de llum domiciliats per a cada client particular cada mes (excloem les empreses i els autònoms). Així mateix, diferenciem entre els clients que tenen contracte amb una tarifa lliure (normalment, amb un preu fix durant la durada del contracte) o amb una tarifa regulada PVPC en una de les companyies que ofereixen els preus regulats (vegeu https://sede.cnmc.gob.es/listado/censo/10).
4. En l'acumulat de l'any 2021, el rebut mitjà va pujar a 743 euros, mentre que, el 2018, va ser de 748 euros (el –0,6%, i el –5,1% ajustat per la inflació).
5. Dels consumidors particulars amb potència contractada menor a 10 kW (Butlletí d'Indicadors Elèctrics, novembre del 2021, CNMC).

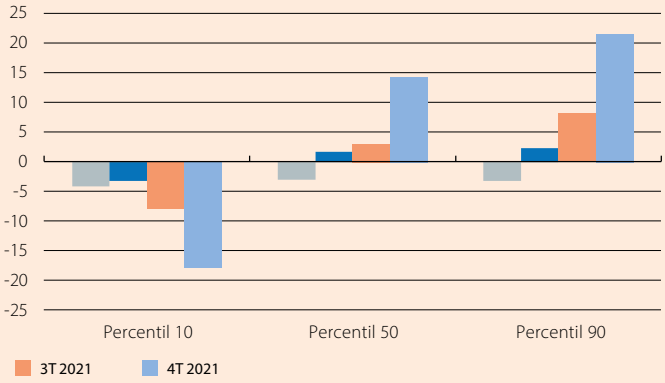
Espanya: variació en el rebut de la llum del mercat lliure (preu fix)

Variació percentual en relació amb el mateix trimestre del 2018 (%)



Espanya: variació en el rebut de la llum del mercat regulat (PVPC)

Variació percentual en relació amb el mateix trimestre del 2018 (%)



Nota: *Imports dels rebuts de la llum domiciliats de clients particulars cada mes (exclou les empreses i els autònoms).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

4T 2018 (el +28% en relació amb el del 4T 2019 i el +32% en relació amb el del 4T 2020).[6] En canvi, al mercat lliure, el rebut mitjà en el 4T 2021 es va reduir fins als 61 euros, el 16% menys que en el 4T 2018 (el –18% en relació amb el del 4T 2019 i el –14% en relació amb el del 4T 2020).[7] Aquestes diferències tan marcades són degudes al fet que, al mercat lliure, els preus de l'energia són fixos durant el període establert al contracte i només s'actualitzen quan el contracte es renova, de manera que les rebaixes impositives han beneficiat les llars que tenen aquest tipus de contracte. En canvi, al mercat regulat, els preus de l'energia són variables i canvien cada dia i cada hora (corresponen a l'anomenat preu voluntari per al petit consumidor, o PVPC), de manera que els augments de preus s'han traslladat més ràpidament a la factura i han estat superiors a la rebaixa impositiva.

Els increments en el rebut es concentren a les llars amb més consum elèctric del mercat regulat

Si ho analitzem en funció de l'import del rebut, observem que, al mercat lliure, els rebuts van disminuir de forma generalitzada en el 4T 2021, tant els d'import baix com els d'import elevat. En concret, el rebut del percentil 10 (25 euros) va ser el 21% inferior al del 2018, i el rebut del percentil 90 (142 euros) va ser el 12% inferior al del 4T 2018. En canvi, al mercat regulat, els rebuts amb un import més elevat són els més perjudicats per l'encariment de l'energia. El rebut del percentil 90 (119 euros en el 4T 2021) va ser el 22% superior al del 4T 2018, un augment clarament superior al del rebut mitjà. En contrapartida, la rebaixa temporal de preus per als beneficiaris del bo social s'observa als rebuts d'import més baix: el rebut del percentil 10 en el 4T 2021 (18 euros) va ser el 18% inferior al del 4T 2018.

En resum, l'any 2021 va ser electritzant per al rebut de la llum, però no va afectar tots els consumidors de la mateixa manera. No sembla que l'any 2022 hagi de ser-ho menys. A mesura que es renovin els contractes, una part de l'augment de preus al mercat majorista el 2021 es pot traslladar al mercat lliure, tot i que, si els preus al mercat majorista es redueixen, aquest efecte serà temporal. El que sembla clar és que es continuarà parlant de la factura elèctrica.

Alberto Graziano i Josep Mestres

6. En l'acumulat de l'any 2021, el rebut mitjà al mercat regulat va pujar a 579 euros (559 euros el 2018).
7. En l'acumulat de l'any 2021, el rebut mitjà al mercat lliure va pujar a 861 euros (902 euros el 2018).

Els preus del carboni: disseny i impacte macroeconòmic

Existeix un ampli consens entre els economistes sobre el fet que el preu de les emissions de gasos amb efecte d'hivernacle (GEH) és l'eina clau per facilitar la transició cap a una economia climàticament neutra i per mantenir l'escalfament global per sota dels 2 °C en relació amb els nivells preindustrials. No obstant això, avui dia, només el 20% de les emissions globals de GEH estan cobertes per un sistema que, d'alguna manera, les encareixi,[1] la qual cosa evidencia, una vegada més, la gran diferència entre les polítiques posades en marxa i l'ambició dels objectius climàtics que ens fixem. I és que hi ha molt debat sobre el disseny d'aquest preu: fins a quin nivell hauria d'arribar?, quin serà el seu impacte sobre el creixement econòmic i sobre la inflació? Tot seguit, tractarem de llançar una mica de llum sobre aquestes qüestions.

Com calcular el preu de les emissions

Se solen utilitzar dos mètodes per calcular la penalització que s'ha d'imposar a les emissions contaminants, anomenada, de forma més comuna, «preu del carboni». D'una banda, el primer mètode estima el cost de la tecnologia neta necessària per substituir els béns, els serveis o els models productius contaminants. Diversos béns i serveis contaminants poden ser substituïts, avui dia, per altres nets sense cap cost addicional, de manera que, sense necessitat d'afegir un preu sobre el carboni, hi ha incentius per utilitzar models productius més nets. No obstant això, hi ha diversos béns i serveis (principalment, a la indústria i al transport) en què les alternatives netes són, en l'actualitat, molt cares i en què seria necessari un preu del carboni molt elevat (proper als 1.000 dòlars per tona de CO_2 equivalent, d'ara endavant $/TCO_2$) per desincentivar el model productiu actual.[2] De l'altra, el segon mètode consisteix a determinar el preu òptim per corregir les externalitats negatives que generen les activitats contaminants (major freqüència i major violència dels esdeveniments climàtics adversos, contaminació atmosfèrica, etc.). Els models utilitzats per estimar el preu del carboni a la UE que consisteixen a mantenir l'augment de la temperatura per sota dels 2 °C oscil·len al voltant dels 80 $/TCO_2$ el 2030 i dels 200 $/TCO_2$ el 2050, mentre que els que pretenen assolir la neutralitat climàtica el 2050 se situen al voltant dels 300 $/TCO_2$ el 2030 i dels 1.000 $/TCO_2$ el 2050.[3]

Els efectes macroeconòmics de l'augment dels preus del carboni

Existeix un ampli consens sobre el fet que l'aplicació d'un preu sobre les emissions tindria, a llarg termini, efectes molt positius per al medi ambient.[4] Pel que fa a l'impacte sobre el creixement econòmic, veuríem efectes positius arran d'un increment de la inversió pública i privada en indústries netes, les quals permeten generar més ocupació que la inversió en indústries contaminants.[5] Així mateix, l'aplicació d'un preu sobre les emissions contribuiria a reduir el risc que es materialitzin fenòmens meteorològics extrems i amb un impacte econòmic elevat.

No obstant això, a curt termini, també hi hauria alguns efectes negatius. En particular, el principal canal a través del qual el preu del carboni afectaria de forma negativa el creixement seria el menor consum privat derivat d'un major cost dels béns i serveis afectats per la introducció d'un preu sobre el carboni.

Finalment, en termes de benestar, els efectes d'un mecanisme de preu sobre les emissions dependran de com es dissenyi l'assignació dels ingressos fiscals que s'obtenen. Aquests ingressos podrien ser destinats a compensar els individus més perjudicats per l'augment de preus del carboni, a disminuir altres impostos menys eficients o a invertir en determinades partides de despesa pública.

A tall d'exemple, i amb l'ajuda d'un model macroeconòmic global, analitzem l'impacte de diferents escenaris del preu del carboni sobre l'evolució del PIB i sobre la inflació en relació amb un escenari base que no contempla un preu global del carboni.[6] Aquest exercici ens permet explorar quines decisions econòmiques prendrien els individus i les empreses davant els canvis en els preus relatius de les diferents fonts d'energia. En concret, en funció del preu relatiu de les fonts d'energia, els consumidors ajustaran la demanda de béns energètics i de consum, mentre que les empreses faran el mateix amb les entrades i amb les fonts energètiques del procés de producció.[7] Així, un xoc del preu del carboni comporta un encariment relatiu de les fonts d'energia més contaminants i ofereix incentius per a una major demanda de fonts més netes (i de béns i d'entrades menys intensius en emissions), la qual

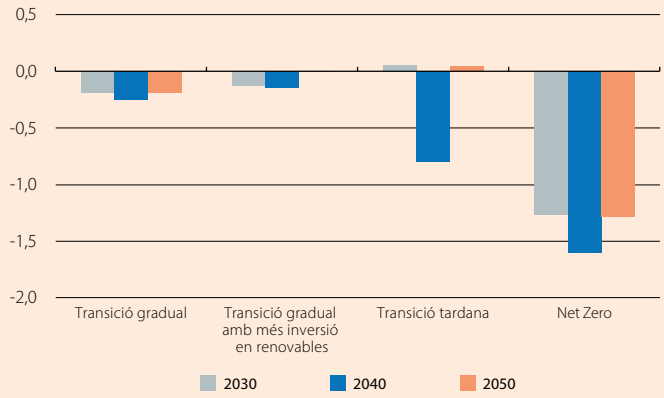
1. Ja sigui imposant un preu fixat pels reguladors als productes que continguin una certa quantitat de GEH o bé mitjançant un mercat d'emissions, com el de la UE. Per a més detalls, vegeu «Com actuar davant el canvi climàtic? Accions i polítiques per mitigar-lo», a l'IM11/2019.
2. Vegeu *The Economist* (2021), «Giving up carbs – What is the cheapest way to cut carbon?», 27 de febrer del 2021.
3. Vegeu Nordhaus, W. (2018), «Projections and Uncertainties about Climate Change in an Era of Minimal Climate Policies», *American Economic Journal: Economic Policy*, núm. 0(3), 333-60. En aquest article, farem referència a aquestes estimacions, que són les utilitzades pel Network for Greening the Financial System.
4. Vegeu Metcalf, G. E. i Stock, J. H. (2020), «The Macroeconomic Impact of Europe's Carbon Taxes», Working Paper 27.488, National Bureau of Economic Research.
5. Vegeu l'article «La recuperació verda», al Dossier de l'IM01/2021.
6. Ens centrem en quatre escenaris principals: (i) un augment gradual del preu global del carboni fins als 200 $/TCO_2$ el 2050 (consistent amb mantenir l'augment de la temperatura global per sota dels 2 °C); (ii) aquest mateix escenari, però acompanyat d'inversió en energies renovables; (iii) un augment sobtat fins als 200 $/TCO_2$ del preu del carboni el 2030 a conseqüència d'una reacció tardana de la regulació, i (iv) un augment gradual fins als 1.000 $/TCO_2$ (consistent amb aconseguir la neutralitat climàtica el 2050).
7. És un model de demanda en què no es produeixen canvis en les decisions d'inversió, de manera que no es consideren els efectes indirectes de l'augment dels preus del carboni sobre el desenvolupament de tecnologies «verdes», sobre l'augment de la capacitat instal·lada d'energies renovables o sobre l'electrificació de la indústria o de la xarxa de transports.

cosa ajuda, al mateix temps, a mitigar els efectes adversos d'un major escalfament global sobre el PIB. En l'exercici s'assumeix que els ingressos d'aquest mecanisme s'utilitzen per reequilibrar els comptes públics, sense canviar l'estructura de despesa pública ni els impostos existents a cada país.

Amb la introducció del preu del carboni, s'observaria un PIB el 2050 lleugerament inferior al de l'escenari base (vegeu el primer gràfic), a causa, principalment, d'un consum privat i d'una inversió menors per l'encariment dels béns i dels serveis afectats per la introducció d'aquest preu. El 2050, l'impacte negatiu sobre el nivell del PIB de la zona de l'euro seria inferior al 2%, fins i tot en l'escenari de major ambició de la transició climàtica –amb un preu de les emissions més elevat per assolir la neutralitat climàtica aquest any– o en el d'una transició tardana (vegeu el primer gràfic). Els resultats són similars als EUA. Per al cas de la Xina, sí que es veuria més afectada en l'escenari climàtic més ambiciós –el 2050, el seu nivell de PIB podria ser el 6% més baix aquest any en relació amb un escenari sense un preu global del carboni–, ja que es tracta d'un país més dependent de fonts d'energia contaminants i on, per tant, caldrà fer un esforç de transició més significatiu. Això sí, en l'escenari que contempla un preu global del carboni que permetés limitar l'augment de la temperatura a menys de 2 °C el 2050, acompanyat per un augment significatiu de la inversió en energies renovables, l'impacte negatiu sobre el PIB seria molt petit a la zona de l'euro i als EUA i contingut a la Xina.

Zona de l'euro: impacte d'un augment dels preus del carboni sobre el PIB

Desviació en relació amb escenari base (%)

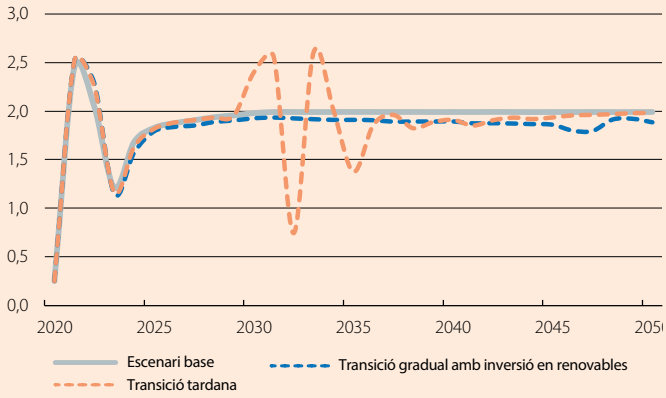


Notes: *En els dos escenaris de transició gradual, assumim un augment gradual del preu del carboni fins als 200 $/TCO$_2$ el 2050. L'escenari de transició tardana és d'augment sobtat del preu del carboni fins als 200 $/TCO$_2$ el 2030. L'escenari Net Zero suposa un augment gradual del preu del carboni fins als 1.000 $/TCO$_2$ el 2050. Els impactes es calculen en relació amb un escenari base que no contempla un sistema global de preus del CO$_2$.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Global Economic Model d'Oxford Economics.*

Pel que fa a la inflació, la gradualitat i la previsibilitat en l'augment dels preus del carboni són claus per mantenir-la a ratlla. No seria el cas d'una transició energètica desordenada en què, el 2030, es fixés de manera abrupta un preu de les emissions elevat per compensar la posada en marxa tardana (vegeu el segon gràfic). En aquest escenari, a la zona de l'euro, la inflació augmentaria de forma brusca aquest any i tindria un efecte contractiu sobre el PIB, la qual cosa, al seu torn, generaria volatilitat en la inflació durant els anys següents.[8] Aquest escenari té alguns paral·lelismes amb el xoc energètic del 2021. El repunt sobtat dels preus de l'energia comporta una pujada de la inflació general a curt termini, la qual cosa té un impacte negatiu sobre el creixement econòmic, a causa de la contracció del consum privat i de la pujada dels tipus d'interès necessària per contenir les pressions inflacionistes.

Zona de l'euro: impacte d'un augment del preu del carboni sobre l'IPC

Variació interanual (%)



Notes: *En l'escenari de transició gradual, assumim un augment gradual del preu del carboni fins als 200 $/TCO$_2$ el 2050, acoblat a un augment del ritme d'inversió en energies renovables. L'escenari de transició tardana és d'augment sobtat del preu del carboni fins als 200 $/TCO$_2$ el 2030. Els impactes es calculen en relació amb un escenari base que no contempla un sistema global de preus del CO$_2$.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Global Economic Model d'Oxford Economics.*

En canvi, un escenari amb un augment gradual del preu del carboni combinat amb un bon ritme d'inversió en energies renovables comportaria un impacte desinflacionista a llarg termini a la zona de l'euro, gràcies a l'abaratiment dels preus de l'electricitat (recordem que el cost marginal de les energies renovables és insignificant). En aquesta línia, l'Agència Internacional de l'Energia considera que el desenvolupament de les energies renovables és la clau, ja que els consumidors estarien molt més protegits de circumstàncies com la viscuda el 2021 amb l'elevada pujada del preu de l'electricitat: si les renovables guanyessin pes, la volatilitat del preu de les primeres matèries afectaria una part menor de la generació energètica, de manera que la factura de l'electricitat tendiria a ser més estable.

Així i tot, el repte d'implementar el preu del carboni de manera coordinada entre els països avançats i emergents és majúscul i no està exempt de dificultats. Entre aquestes dificultats, cal esmentar la gestió dels guanyadors i dels perdedors de la transició, tant entre economies com dins cadascuna d'elles. El disseny de mecanismes per minimitzar l'impacte sobre els potencialment més perjudicats pel preu del carboni serà clau per al seu èxit.

Luís Pinheiro de Matos i Ricard Murillo Gili

8. Vegeu el Focus «L'impacte de l'augment del preu de l'electricitat sobre l'economia espanyola», a l'IM12/2021, i Alonso, I. i Suárez-Varela, M. (2021), «Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas», *Informe trimestral de la economía española* (4T 2021), Banc d'Espanya.

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:

Perspectives 2022

En el Dossier de desembre analitzem les perspectives econòmiques per al 2022. S'hi plantegen alguns dels principals riscos del moment, com ara els colls d'ampolla o la normalització monetària en un context d'inflació alta. També es presenten les perspectives per a l'economia espanyola i l'impacte d'alguns dels elements clau en el panorama econòmic.

Espanya: «L'impacte de l'augment del preu de l'electricitat sobre l'economia espanyola»

El preu de l'electricitat ha poblat els titulars de premsa i ha amanit les discussions de sobretaula des de mitjan 2021. Amb raó: el preu de l'electricitat es va disparar a partir del juliol i, ja a l'octubre, gairebé quadruplicava la mitjana del 2018-2019. A què és degut aquest augment i quin serà l'impacte econòmic que se'n pot derivar?

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 COVID-19

Informe setmanal de l'evolució de la COVID-19 i de la campanya de vacunació a Espanya i el món: incidència acumulada, pressió hospitalària, nous casos i morts, contagis per edat, ritme de vacunació.

Informe Immobiliari 1S 2022

Després del xoc inicial per l'esclat de la crisi sanitària, el sector immobiliari s'ha recuperat en temps rècord i s'espera que mantingui el vigor els propers mesos, malgrat els reptes a què s'enfronta l'economia.

Informe Sectorial Agroalimentari 2021

Coneix la situació i les perspectives del sector agroalimentari a Espanya, la seva aposta per la sostenibilitat i com estan responent els sectors porcí i vitivinícola a la crisi per la pandèmia.

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., 2022
© Banco BPI, 2022

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