

IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 465 | MARÇ 2022



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

ECONOMIA INTERNACIONAL

La inflació sí que entén de classes

*El sector immobiliari xinès (part II):
aterratge d'emergència o vol a baixa altura?*

ECONOMIA ESPANYOLA

*Els ingressos tributaris a Espanya el 2021:
una recuperació molt vigorosa*

*L'impacte de les condicions financeres sobre
la càrrega del deute públic espanyol*

ANÀLISI DE L'IMPACTE ECONÒMIC DE LA CRISI D'UCRAÏNA

Vents d'estagflació

*L'economia espanyola davant la guerra
a Ucraïna*

*L'impacte d'un augment del preu
del petroli i del gas a Espanya:
possibles escenaris*

INFORME MENSUAL

Març 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*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

4 de març de 2022

ÍNDEX

- 1 EDITORIAL**
- 3 LES CLAUS DEL MES**
- 4 PREVISIONS**
- 7 MERCATS FINANCERS**
- 10 ECONOMIA INTERNACIONAL**
 - 13 *La inflació sí que entén de classes*
Rita Sánchez Soliva
 - 15 *El sector immobiliari xinès (part II): aterratge d'emergència o vol a baixa altura?*
Luís Pinheiro de Matos
- 19 ECONOMIA ESPANYOLA**
 - 21 *Els ingressos tributaris a Espanya el 2021: una recuperació molt vigorosa*
Javier Garcia-Arenas
 - 23 *L'impacte d'un augment del preu del petroli i del gas a Espanya: possibles escenaris*
Oriol Carreras
 - 25 *L'impacte de les condicions financeres sobre la càrrega del deute públic espanyol*
Javier Garcia-Arenas i Ricard Murillo Gili
- 28 ECONOMIA PORTUGUESA**
 - 30 *Productivitat a Portugal: ingredient màgic o plat principal?*
Tiago Belejo Correia

Vents d'estagflació

La invasió d'Ucraïna per part de les tropes russes és un punt i apart en el context geopolític internacional després de la caiguda del mur de Berlín. Les conseqüències d'un esdeveniment d'aquesta magnitud (un cigne negre, en terminologia financera) són encara difícils d'anticipar, però podrien canviar algunes de les tendències de fons que han definit el comportament de l'economia mundial en les últimes dècades. La recerca d'una major autonomia estratègica (en especial, a Europa) comportarà la reformulació tant de l'acció exterior com de les polítiques energètiques, de defensa o de competència, la qual cosa es traslladarà al marc econòmic. És evident que el retorn a les àrees d'influència geopolítica tindria efectes negatius sobre el comerç internacional, quan els dubtes sobre la fragilitat de les cadenes de valor ja es comencen a traduir en processos incipients de recerca d'integració vertical en sectors especialment afectats per les disrupcions en les cadenes de subministrament. És a dir, després de dècades en què el procés de globalització ha avançat per una autopista, gairebé sense obstacles, ara s'està desviant cap a una carretera secundària, subjecte a diversos imponderables (COVID, geopolítica, etc.). Per tant, la paradoxa és que la globalització, el vèrtex que, fins a la pandèmia, mostrava més solidesa en el trilema de Rodrik (no es pot optar de forma simultània per globalització, per sobirania nacional i per democràcia, sinó només per dos d'aquests elements), ara també pot començar a reflectir uns certs símptomes de desgast.

Però, mentre es van articulant les tendències de fons que afectaran la configuració de l'estructura productiva a mitjà termini (digitalització, transició energètica o nova conjuntura geopolítica), la realitat és que afrontem un nou esdeveniment amb un important potencial disruptiu, quan, aparentment, estàvem deixant enrere el pitjor de la COVID. En primer lloc, perquè la importància de Rússia com a productor (i com a exportador) de petroli, de gas natural, de níquel, etc., es reflecteix en la major escalada del preu de les primeres matèries en dècades, la qual cosa serà una nova pertorbació de l'oferta que, en els propers trimestres, afectarà negativament la combinació de creixement i inflació. Amb el risc de consolidar la inèrcia alcista que estaven mostrant els preus de les cistelles de consum a bona part de l'OCDE, reflex d'importants desajustaments entre l'oferta i la demanda provocats per la pandèmia.

El segon canal de contagi serà l'augment de la incertesa que ja està provocant el primer conflicte bèl·lic telegrafiat en temps real per les xarxes socials, la qual cosa, inevitablement, frenarà les decisions de consum i d'inversió dels agents en les properes setmanes, des de la compra d'un cotxe per part d'una família fins a la gestió de les existències d'un bon nombre d'empreses. Finalment, el canal financer podria amplificar els efectes anteriors, perquè, malgrat que l'exposició de la banca internacional a Rússia és reduïda, el moviment incipient de fugida cap a la qualitat dels inversors pot, en algun moment, provocar tensions de liquiditat en determinats segments de mercat. A tots aquests ingredients, cal afegir l'efecte distorsionador del major paquet de sancions econòmiques de les últimes dècades, que arrossegirà l'economia russa cap a la recessió (i, amb gairebé tota seguretat, cap a l'impagament de les seves obligacions en divises), però que també pot tenir incidència en la resta del món, perquè no afavorirà el desembussament dels colls d'ampolla. En definitiva, tot i que ho farà de manera desigual, l'augment del risc geopolític tindrà repercussions econòmiques, financeres i socials que s'uniran a les diplomàtiques o a les militars. I totes elles interactuaran d'una forma difícil de predir.

El que ja sabem és que tot l'anterior implicarà una revisió profunda de les previsions de creixement (a la baixa) i d'inflació (a l'alça) i que afectarà les nostres butxaques, com ja estem comprovant cada vegada que passem per una benzinera. Un conflicte bèl·lic, a més del cost en vides humanes, sempre té un cost econòmic, i la clau és repartir els sacrificis de manera equitativa entre els agents econòmics. Evidentment, els efectes seran asimètrics, amb més incidència sobre l'economia europea i sobre els països emergents dependents de primeres matèries i amb problemes de liquiditat. Les primeres anàlisis de sensibilitat, basades en diferents escenaris sobre comportament dels preus de l'energia, anticiparien un efecte negatiu en creixement per a Europa entre 1 i 2,5 p. p. el 2022, mentre que la inflació mitjana augmentaria entre 1 i 1,5 p. p. Amb una estructura econòmica i amb una flexibilitat dels factors de producció molt diferents als existents en la dècada dels setanta del segle passat, sembla que el risc d'estagflació és moderat. Sobretot, si les respostes de política econòmica són encertades i acomoden el xoc d'oferta per suavitzar els efectes sobre les famílies i sobre les empreses, intentant, però, evitar els efectes de segona ronda sobre els preus. Tot plegat tindrà un cost fiscal que, probablement, implicarà una nova suspensió del Pacte d'Estabilitat i Creixement el 2023, mentre que el BCE no es precipitarà en el seu camí cap a la normalització monetària fins que no tingui més visibilitat enmig de la boira que sempre provoca una guerra.

Ara com ara, la part positiva és que Europa, per segona vegada en poc més de dos anys, ha tornat a respondre amb unanimitat i amb decisió a un enorme desafiament, malgrat la fragilitat que comporta la dependència gairebé total de les importacions de gas natural rus en països com Hongria, Letònia, la República Txeca o Eslovàquia (el 40% del total consumit a Europa). Si el procés de construcció europea avança a batzegades de crisi en crisi, l'encadenament, des de l'any 2008, de tres importants moments d'inestabilitat (crisi financera, COVID i Ucraïna) ha elevat el nivell del desafiament. Una resposta a l'altura de les circumstàncies, com la que estem veient fins ara, pot ser un suport definitiu per a la integració europea. Un motiu per a l'esperança davant el dolor que genera veure imatges a Europa que ens fan recular al pitjor del segle XX.

José Ramón Díez
Març 2022

Cronologia

FEBRER 2022

- 1-23** Escalada de les tensions entre Rússia i Occident per les maniobres militars a la frontera entre Rússia i Ucraïna.
- 24** Invasió russa d'Ucraïna.
Inici de les sancions internacionals a Rússia.

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.

GENER 2022

- 1** Sisena onada de COVID a Espanya.
- 23** Una delegació talibana inicia converses amb potències europees i amb els EUA a Oslo.
- 24** El telescopi James Webb arriba a la seva destinació final per estudiar l'origen de l'univers.

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.

Agenda

MARÇ 2022

- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
Portugal: producció industrial (gener).
- 3** Portugal: crèdit de nova concessió (gener).
- 10** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 11** Portugal: ràting S&P.
- 15-16** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 17** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
- 18** Espanya: ràting S&P.
- 23** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
Portugal: preus de l'habitatge (4T).
- 24-25** Consell Europeu.
- 25** Espanya: PIB 4T (segona estimació).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (4T).
Portugal: taxa d'estalvi (4T).
Portugal: execució pressupostària de les AP (2021).
- 30** Espanya: avanç de l'IPC (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
- 31** Espanya: taxa d'estalvi de les llars (4T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (febrer).

ABRIL 2022

- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
- 8** Portugal: xifra de negoci a la indústria (febrer).
Portugal: comerç internacional (febrer).
- 12** Espanya: comptes financers (4T).
- 14** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 18** Xina: PIB (1T)
- 28** Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Espanya: enquesta de població activa (1T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
EUA: PIB (1T).
- 29** Espanya: avanç del PIB (1T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (març).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).
Portugal: xifra de negocis al comerç (març).
Zona de l'euro: PIB (1T).

L'economia espanyola davant la guerra a Ucraïna

L'esclat de la guerra a Ucraïna s'ha produït en un moment en què la situació i les perspectives de l'economia espanyola eren favorables. L'activitat econòmica va anar guanyant tracció al llarg de l'any passat i, en el 4T, avançava un destacable 5,2% en termes interanuals. A més a més, l'impacte de la nova onada de contagis provocada per la variant òmicron va ser inferior al que es temia. L'elevada proporció de població vacunada va permetre contenir la pressió hospitalària, i això, finalment, ens permetia mirar el futur amb un cert optimisme. Confiàvem que, en els propers mesos, entràriem en una nova fase de la pandèmia, en què podríem recuperar una vida més normal i en què la recuperació econòmica es consolidaria.

A aquestes perspectives encoratjadores s'afegia el desplegament dels fons NGEU, que tot fa pensar que agafarà força en els propers mesos i que el seu impacte sobre el creixement podria ser clarament superior a 1 p. p. enguany. L'estalvi acumulat durant els pitjors mesos de la pandèmia es preveia que continuaria impulsant el consum. El turisme internacional, que va resistir molt millor del que pensàvem durant els mesos de desembre i de gener, ja donava senyals de recuperació. Les cerques a internet per anar de vacances a Espanya estaven creixent amb força i apuntaven a una molt bona temporada d'estiu. I els colls d'ampolla, que limitaven la recuperació dels fluxos comercials internacionals, confiàvem que s'anirien moderant. Davant aquestes perspectives, pocs dubtaven que, enguany, el creixement no pogués superar àmpliament el 5%.

No obstant això, el conflicte bèl·lic que ha esclatat a Ucraïna fa que ara sigui molt difícil pronosticar el curs que seguirà l'activitat econòmica, però, cada dia que passa, sembla més difícil que el creixement assolixi el 5%. Atesa l'elevada incertesa, encara és prematur dibuixar un nou escenari macroeconòmic. En funció de la durada del conflicte, de l'àmbit geogràfic al qual se circumscriu i de les sancions i de les contrasancions que s'imposin, l'impacte serà més o menys intens. El que sí que podem fer és identificar els principals canals a través dels quals afectarà l'economia espanyola i oferir algunes mètriques que ens permetin obtenir una mica de sensibilitat.

Sense cap mena de dubte, el principal impacte procedirà del fort encariment de l'energia. Les importacions netes de gas i de petroli gairebé van ascendir a 25.000 milions d'euros l'any passat. Malgrat que el gros no prové de Rússia, com els preus es fixen a nivell internacional, la forta alça que s'ha produït tindrà un impacte directe i que podria ser elevat si persisteix en el temps. Com a referència, si els preus del petroli i del gas tanquen l'any amb un preu mitjà similar al que apuntaven els mercats de futurs al final de febrer i

principis de març (amb el petroli al voltant dels 105 dòlars per barril i el gas al voltant dels 120 euros/mhw), el creixement del PIB probablement acabaria sent una mica més d'1 punt inferior al que prevèiem abans de l'esclat del conflicte. L'impacte pot ser destacable, però, per sort, el ritme de creixement del qual es partia era relativament elevat.

També preocupa l'alça de la inflació que es pot produir arran de l'encariment de l'energia. En els últims mesos, hem constatat com les pressions alcistes derivades, sobretot, de l'augment del preu del petroli, del gas i de l'electricitat s'anaven traslladant a la resta de la cistella de béns de consum. Al gener, més d'un 60% dels béns que formen part de l'índex de preus de consum ja presentaven un augment del seu preu superior al 2% interanual. Si els preus de l'energia s'acaben mantenint al voltant de les elevades cotes a les quals apuntaven els mercats de futurs, la inflació es podria situar al voltant del 7% en la mitjana de l'any.

Més enllà de l'impacte agregat sobre el creixement i sobre la inflació, hi ha alguns subsectors que patiran de forma especial la conjuntura actual. D'una banda, cal esmentar els sectors que consumeixen molta energia en el seu procés productiu i que, per tant, es veuen molt afectats per l'alça del seu preu. A la indústria manufacturera, destaquen, per exemple, la indústria auxiliar de la construcció, la metal·lúrgia i la indústria fustera. El sector agroalimentari també patirà un impacte notable. De manera directa, a causa de les elevades importacions de Rússia i d'Ucraïna de cereals (en especial, de blat de moro), d'oli de girasol (utilitzat, per exemple, en les conserves i en l'elaboració de tota mena d'aliments processats; Rússia i Ucraïna copen el 80% de les exportacions a nivell mundial), i dels adobs minerals. A més a més, la guerra a Ucraïna està generant un fort augment del preu de les primeres matèries agrícoles, que també afectarà de forma molt destacable el sector agroalimentari.

Davant aquesta situació, una resposta fiscal coordinada a nivell europeu haurà de prendre de nou un paper primordial. És important que es doni suport als sectors més afectats pels elevats preus de l'energia i d'altres primeres matèries. A més d'intentar minimitzar l'impacte sobre l'ocupació, això també propiciarà que no es traslladi als preus finals l'encariment dels seus *inputs*, la qual cosa moderarà les pressions inflacionistes. Davant un xoc d'aquestes característiques, i d'aquesta magnitud, també és peremptori actuar amb determinació per protegir les llars més vulnerables. I, finalment, cal accelerar la transició urgent del model energètic cap a un que sigui més sostenible, tant des d'un punt de vista mediambiental com també geopolític.

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	1,50	2,25
Líbor 3 mesos	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	1,80	2,55
Líbor 12 mesos	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	2,00	3,00
Deute públic 2 anys	3,70	0,96	1,63	0,13	0,62	1,85	2,00
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	2,35	2,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	-0,20	0,40
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	-0,22	0,42
Euríbor 3 mesos	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	-0,15	0,52
Euríbor 6 mesos	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	-0,01	0,68
Euríbor 12 mesos	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,13	0,85
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	-0,10	0,50
Deute públic 10 anys	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,31	0,30	0,80
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	0,60	1,08
Deute públic 5 anys	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	0,76	1,21
Deute públic 10 anys	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	1,35	1,70
Prima de risc	11	171	71	62	73	105	90
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	0,63	1,17
Deute públic 5 anys	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	0,86	1,34
Deute públic 10 anys	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	1,35	1,75
Prima de risc	19	334	67	60	65	105	95
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,15	1,20
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,83	0,84
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	74,8	85,0	77,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	73,9	64,2

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	6,1	4,1	3,8
Països desenvolupats	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	3,6	2,6
Estats Units	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	3,5	2,4
Zona de l'euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,2	4,0	2,8
Alemanya	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,8	3,3	2,9
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	7,0	3,8	2,1
Itàlia	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,5	4,1	2,3
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
Espanya	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Japó	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	2,4	1,5
Regne Unit	2,6	1,3	1,7	-9,4	7,4	3,5	1,4
Països emergents i en desenvolupament	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,7	4,5	4,7
Xina	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
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	-8,2	4,8	2,5	2,3
Rússia	7,2	1,1	1,3	-3,1	4,7	2,5	2,0
Turquia	5,4	4,9	0,9	1,6	9,1	3,3	3,9
Polònia	4,2	3,5	4,8	-2,5	5,7	4,3	3,2
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	5,4	3,2
Països desenvolupats	2,1	1,6	1,4	0,7	3,4	4,7	2,0
Estats Units	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,9	2,2
Zona de l'euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	4,4	1,6
Alemanya	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	4,5	1,7
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	3,1	1,3
Itàlia	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	4,3	1,6
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	0,7	0,7
Regne Unit	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	4,6	1,8
Països emergents	6,7	5,6	5,1	5,1	5,8	6,2	4,5
Xina	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,2	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	8,3	7,5	3,5
Mèxic	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	5,7	3,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,7	7,0	4,1
Turquia	27,2	9,1	15,5	14,6	19,4	19,6	11,0
Polònia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	6,9	4,3

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	4,7	3,9	4,2
Consum de les AP	5,0	1,0	2,0	3,3	3,0	0,3	-0,3
Formació bruta de capital fix	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,1	7,2	5,6
Béns d'equipament	4,9	0,0	3,2	-12,9	15,5	8,0	5,0
Construcció	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-3,0	5,1	5,9
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,2	-0,3	1,3	-8,9	5,0	4,7	3,3
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	-20,1	13,4	11,5	4,6
Importació de béns i serveis	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,8	8,1	4,3
Producte interior brut	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	4,5	2,2
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,0	11,8
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	1,1	1,1	1,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,7	1,3	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	-7,1	-5,2	-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	5,5	4,5	3,1
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,1	-18,7	9,9	13,7	5,9
Importació de béns i serveis	3,6	2,5	5,0	-12,2	11,0	11,4	6,7
Producte interior brut	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,5	0,6
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,1	5,9
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	-1,1	-1,0	-0,4
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,5	1,3	1,9
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,8	-4,3	-2,9	-1,5

Previsions

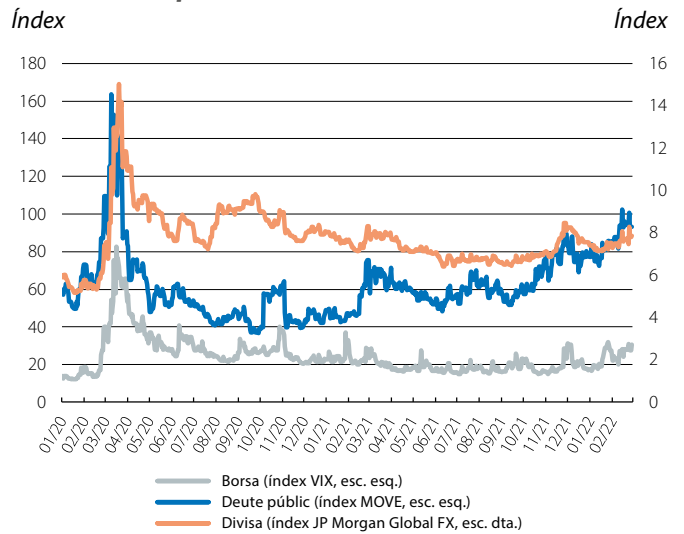
Rússia desferma el sell-off als mercats financers

Els mercats financers cotitzen un escenari molt incert. Al llarg del mes de febrer, l'escalada de les tensions geopolítiques entre Rússia i Occident es va anar filtrant als mercats financers globals a través de l'augment de l'aversion al risc i de la volatilitat, aspectes que es van intensificar amb el començament del conflicte bèl·lic. La invasió d'Ucraïna per l'exèrcit rus, esdeveniment al qual els analistes i els inversors donaven escasses probabilitats que es produís, va relegar a un segon pla aspectes dominants fins llavors, com la inflació i el ritme de pujades dels tipus d'interès per part de la Fed. La reacció dels mercats financers va ser l'esperada: fugida cap a la qualitat, fortes correccions als mercats de valors, augment de la volatilitat i, en aquest cas, pujades dels preus de les primeres matèries. Tot això mostra que els inversors havien començat a refer les seves previsions sobre els efectes que el conflicte pot tenir sobre el funcionament de les cadenes de valor i sobre l'impacte negatiu que podria tenir sobre la inflació i el ritme de creixement econòmic.

El petroli i el gas lideren l'auge de les primeres matèries. Davant el conflicte, els mercats de primeres matèries van reaccionar amb fortes alces de preus, principalment en el cas dels béns energètics. El temor dels inversors als desajustaments en l'oferta per part de Rússia cap a Europa (Europa importa gairebé el 30% del cru de Rússia i més del 40% del gas) va alimentar les tensions als dos mercats. D'una banda, el preu del barril de Brent, que ja venia acumulant pujades des del 2021 arran del fort increment de la demanda després de la pandèmia, va augmentar de forma notable i va finalitzar el mes de febrer per damunt dels 100 dòlars per barril, el nivell més alt des del 2014. De l'altra, el preu del gas natural europeu (la referència del qual és el TTF holandès) també va repuntar amb força i va acumular una revaloració del 40% des de l'inici de l'any fins al final del febrer, en un context complex del mercat gasístic europeu (vegeu el Dossier «El preu de l'energia: present i futur», a l'IM01/2022). A més de l'auge dels preus energètics, també es van produir alces significatives en els preus de diversos metalls bàsics, com el níquel, l'alumini o el pal·ladi, dels quals Rússia és un dels màxims productors, i d'alguns cereals, com el blat, on Rússia i Ucraïna representen el 25% de la producció total mundial.

Els inversors testen les respostes dels bancs centrals en el nou escenari. Abans de l'inici del conflicte, tant la Fed com el BCE havien expressat la seva preocupació per la persistència de l'elevada inflació i el seu propòsit de controlar-la mitjançant la retirada dels estímuls monetaris engegats durant la pandèmia i la pujada dels tipus d'interès de referència. La Fed, fins i tot, va anar molt més allà i va aclarir la immediatesa del seu full de ruta, com ho va mostrar en la reunió del gener, aspecte que, arran de la sòlida recuperació del mercat laboral nord-americà, va portar una part dels inversors a anticipar fins a cinc pujades

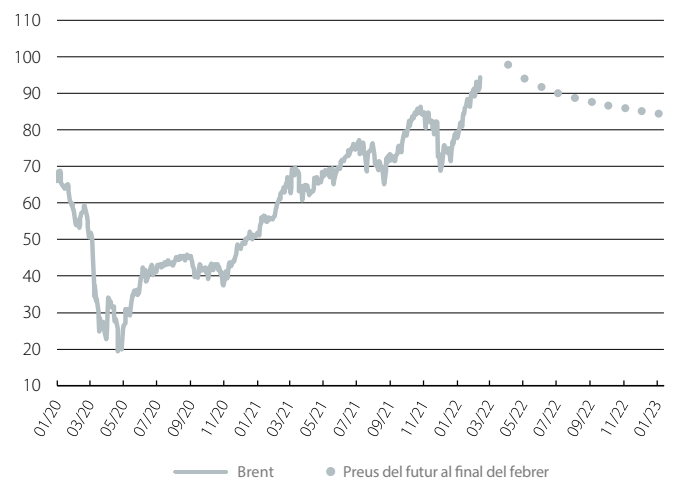
Volatilitat implícita als mercats financers



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

Petroli: preu del barril de Brent

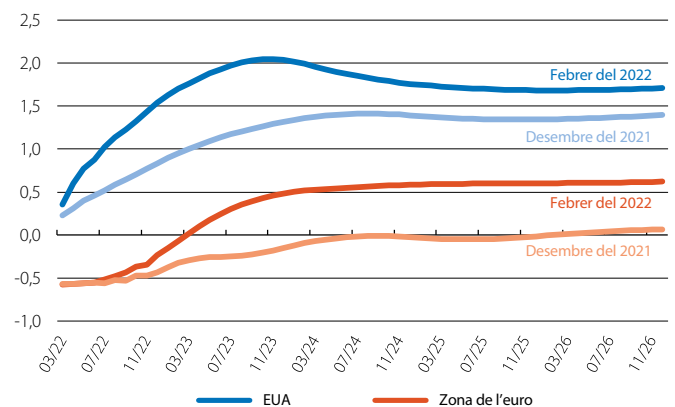
(Dòlars per barril)



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

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

(%)



Nota: Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de les corbes d'interès de mercat.

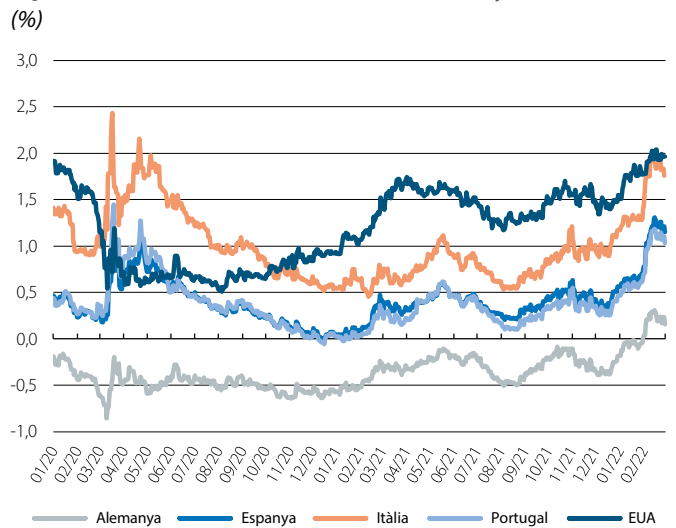
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

de tipus d'interès durant el 2022. En el cas del BCE, l'entitat va mantenir un missatge més *dovish*, marcat per la reducció gradual de les compres d'actius i per la seva finalització com a pas previ per a la normalització dels tipus d'interès, que va dur una part dels inversors a esperar que es produís al desembre d'enguany. No obstant això, l'inici del conflicte i les seves potencials implicacions sobre la inflació i sobre el creixement econòmic de les dues regions han generat alguns canvis en les expectatives dels inversors. En l'àmbit de la Fed, continuen preveient que la institució monetària mantindrà el full de ruta, tot i que amb un perfil de pujades possiblement menys agressiu (al març, podria pujar 25 p. b. els tipus de referència, en lloc dels 50 p. b. estimats amb anterioritat). Mentrestant, en l'àmbit del BCE, els inversors apunten a una major posició de cautela per part de l'entitat monetària, amb un possible retard en la pujada de tipus fins al final del 1T 2023. Aquesta variació en les expectatives dels inversors davant un escenari incert també va repercutir sobre les corbes del deute sobirà de les dues economies, que van experimentar un descens notable de les rendibilitats en tots els venciments (malgrat millorar en l'agregat del mes) i van reduir els pendents.

La depreciació del ruble en màxims històrics. Al mercat de divises, com és habitual en episodis d'aversion al risc, el dòlar es va erigir en actiu refugi i es va apreciar enfront de la resta de divises mundials. La solidesa de la seva economia i l'esperada pujada de tipus de la Fed per part dels inversors també van donar suport a la divisa en la seva fortalesa. El ruble rus es va situar al costat oposat. La imposició de sancions econòmiques i financeres per Occident sobre Rússia va afèblir el tipus de canvi del ruble enfront del dòlar fins a nivells mínims històrics. En un intent fallit per frenar una major depreciació de la seva divisa, el Banc de Rússia va decidir pujar el tipus d'interès de referència del 9,50% al 20% i va imposar nombroses restriccions a la venda d'actius financers russos per part dels inversors estrangers.

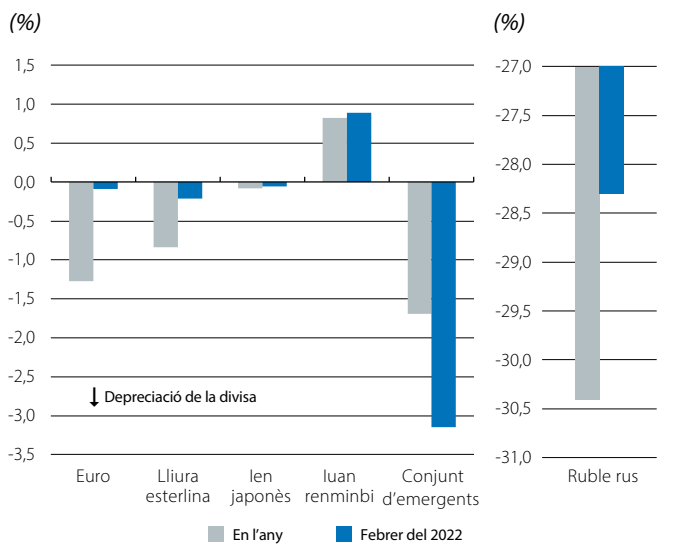
Nou episodi de correcció borsària. Una altra de les conseqüències del canvi d'escenari va ser l'enfonsament de les borses a nivell mundial. La volatilitat amb què es van comportar els principals índexs borsaris durant les primeres setmanes de febrer es va intensificar en la recta final del mes arran de la incursió de Rússia a Ucraïna. Així, els índexs de referència, tant als EUA com a la zona de l'euro, van acumular pèrdues superiors al 8% des de l'inici de l'any fins al final del febrer, i la feblesa es va traslladar a la majoria de sectors, llevat de l'energètic i del tecnològic. Així mateix, al bloc emergent, també es van produir descensos als principals índexs, amb més incidència en els de les economies de l'Europa de l'Est, malgrat que va ser la borsa russa la que va experimentar els descensos més intensos en el mes de febrer (el -30%) arran de l'auge de les vendes de valors que van provocar els paquets de sancions a l'economia russa.

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

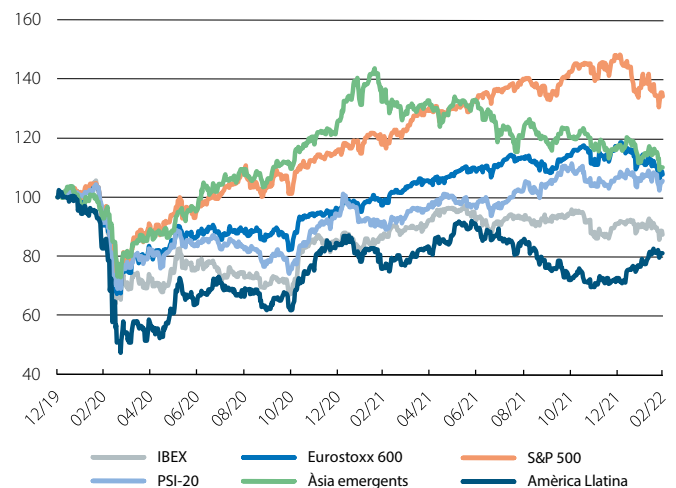
Divises enfront del dòlar



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

Borses internacionals

Índex (100 = desembre del 2019)



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

Tipus d'interès (%)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,53	-0,55	2	3,9	0,0
Euríbor 12 mesos	-0,35	-0,45	10	15,2	12,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,66	-0,67	0	-2,3	-5,3
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,53	-0,53	0	8,9	15,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,14	0,01	12	31,2	46,9
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,12	0,75	37	55,0	79,1
Deute públic a 10 anys (Portugal)	1,00	0,67	33	53,3	77,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 mesos	0,50	0,31	20	29,5	32,0
Líbor 12 mesos	1,29	0,96	33	70,5	100,4
Deute públic a 1 any	0,98	0,77	20	59,9	90,9
Deute públic a 2 anys	1,43	1,18	25	70,0	131,3
Deute públic a 10 anys	1,83	1,78	5	31,5	40,8

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	71	59	12	23,3	22,6
Itraxx Financer Sènior	81	67	14	26,6	22,5
Itraxx Financer Subordinat	152	126	25	43,8	42,4

Tipus de canvi

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,122	1,124	-0,1	-1,3	-6,9
EUR/JPY (iens per euro)	129,010	129,330	-0,2	-1,4	0,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,836	0,835	0,1	-0,6	-3,4
USD/JPY (iens per dòlar)	115,000	115,110	-0,1	-0,1	7,7

Primeres matèries

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	609,5	582,9	4,6	5,4	25,5
Brent (\$/barril)	101,0	91,2	10,7	29,8	58,6
Or (\$/unça)	1.909,0	1.797,2	6,2	4,4	10,7

Renda variable

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.373,9	4.515,6	-3,1	-8,2	12,1
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.924,2	4.174,6	-6,0	-8,7	5,9
Ibex 35 (Espanya)	8.479,2	8.612,8	-1,6	-2,7	1,2
PSI 20 (Portugal)	5.563,1	5.564,4	0,0	-0,1	16,0
Nikkei 225 (Japó)	26.526,8	27.002,0	-1,8	-7,9	-10,6
MSCI emergents	1.171,3	1.208,2	-3,1	-4,9	-14,0

El conflicte Rússia-Ucraïna, el nou «cigne negre» del 2022

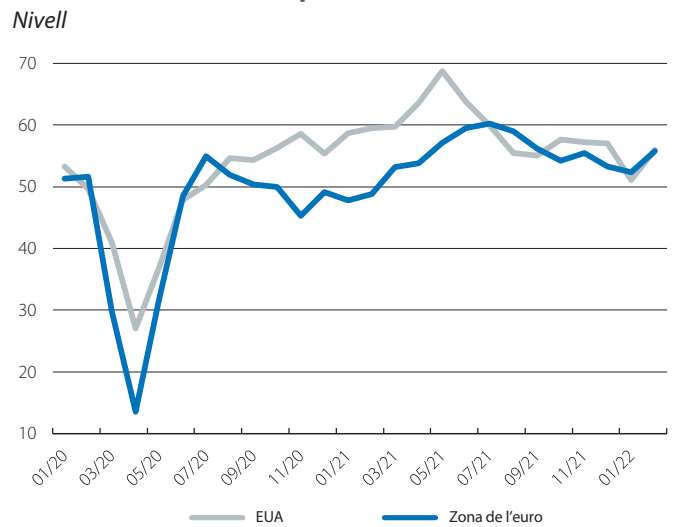
La invasió d'Ucraïna per l'exèrcit rus tindrà importants efectes sobre els escenaris econòmic i financer. L'economia mundial començava a confiar que la «gripalització» de la COVID pogués ser una realitat en els propers mesos. Això es reflectia en la millora substancial registrada pels principals indicadors de confiança empresarial i de les llars al gener i al febrer, que apuntaven a una part central de l'any amb ritmes de creixement força robustos i en què les distorsions de les cadenes globals començarien, lentament, a corregir-se. Els agents estaven més preocupats per l'evolució de la inflació i com aquesta podia afectar el full de ruta dels principals bancs centrals.

No obstant això, la decisió de Putin, el 22 de febrer, de reconèixer la independència de les regions separatistes de l'est d'Ucraïna (Donetsk i Lugansk) ha estat un punt d'inflexió en l'escenari considerat. Els esdeveniments es van precipitar en l'última setmana de febrer, i, finalment, s'ha materialitzat el pitjor dels escenaris possibles: un conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna. Els grans interrogants que s'obren ara serien, d'una banda, la durada del conflicte i els seus efectes sobre la confiança i els preus de l'energia i, de l'altra, l'impacte de les sancions a Rússia.

Un dels principals canals d'impacte serà a través de l'encariment de les primeres matèries. La capacitat de Rússia per afectar l'economia mundial no rau en la seva dimensió (amb prou feines supera Itàlia i, a més a més, és una economia força tancada), sinó en el seu paper com a principal productor d'algunes primeres matèries claus. A més a més, aquest nou xoc es produeix quan encara no s'havia normalitzat el funcionament de les cadenes globals d'oferta després de la irrupció de la COVID, la qual cosa agreujarà els problemes d'oferta que està patint una part important del teixit industrial. L'impacte serà asimètric i especialment important per a Europa, ja que Rússia és el cinquè major soci comercial de la regió, i, en concret, per a Alemanya, un dels països més exposats al canal comercial, perquè destina el 2,0% de les exportacions a Rússia, al voltant del 0,6% del seu valor afegit brut (VAB).

Europa, de les regions més penalitzades per l'elevada dependència energètica de Rússia. La regió té una alta dependència de combustibles fòssils en general i dels procedents de Rússia en particular. Segons el BCE, gairebé el 80% de l'energia que es consumeix a la zona de l'euro correspon a gas i a petroli. A més a més, de Rússia procedeix gairebé el 46% del gas que importa la regió, amb uns inventaris que es troben en nivells gairebé el 30% inferiors a la mitjana del febrer dels 10 últims anys. Això deixa el continent en una situació força vulnerable si Rússia decideix retallar el subministrament. Segons les estimacions del BCE, una reducció del 10% en l'oferta de gas provocaria una disminució de 0,7 p. p. en el VAB de la zona de l'euro. Per països, Alemanya seria el més afectat, ja que gai-

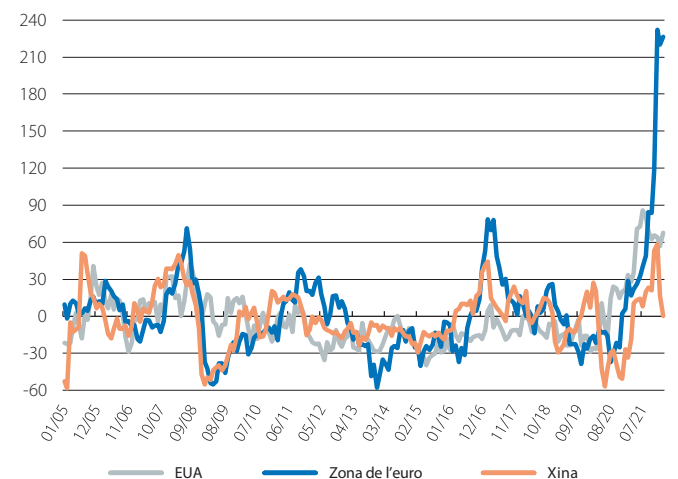
Índex de sentiment empresarial (PMI)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de PMI Markit (via Refinitiv).

Índex de sorpreses sobre la inflació

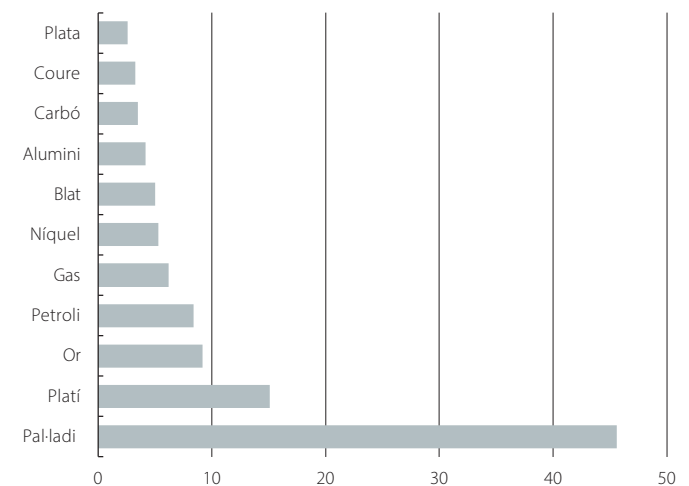
(Desviació en relació amb el que s'esperava)



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

Rússia: producció de primeres matèries

(% de la producció mundial)



Font: CaixaBank Research, a partir de diverses fonts.

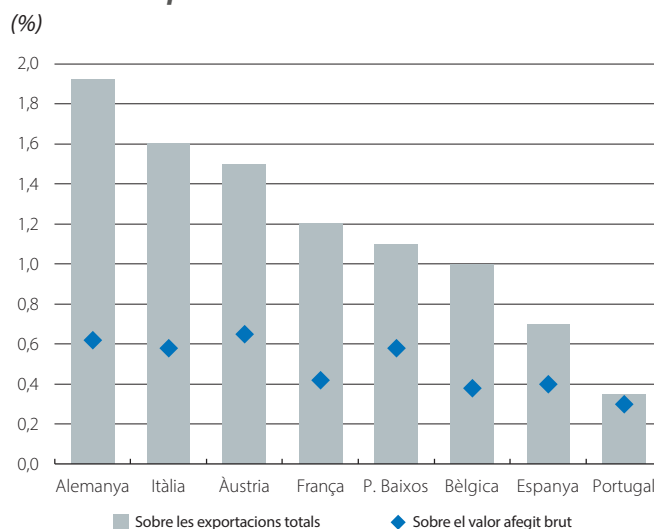
rebé el 65% de les seves importacions de gas procedeixen de Rússia. Tenint en compte que, ja abans de l'esclat del conflicte bèl·lic, es descomptava un 1T 2022 molt feble i, fins i tot, una nova caiguda de l'activitat, l'escenari és especialment complex per a Alemanya. En conseqüència, els riscos per a la zona de l'euro se centren a la baixa en creixement i a l'alça per a la inflació. Tot i que encara és massa aviat per quantificar la magnitud d'aquestes revisions, en una primera anàlisi de sensibilitat estimariem un efecte superior a 1 p. p. en el cas del creixement de la zona de l'euro el 2022.

Rússia s'enfronta a dures sancions per l'atac a Ucraïna, tot i que la política de sancions no és nova per a Rússia, perquè encara continua afrontant algunes de les sancions aplicades després de l'annexió de Crimea el 2014. L'FMI va estimar que aquestes mesures van restar 0,2 p. p. al creixement rus anual durant el 2014-2018, i a això caldria afegir l'impacte negatiu del fort abaratiment del cru en aquest període (va poder restar uns altres 0,6 p. p. addicionals a l'any). En l'actualitat, l'escalada bèl·lica iniciada per Rússia contra Ucraïna ha provocat que les principals potències occidentals hagin imposat una nova ronda de fortes sancions, que, segons algunes estimacions, podria retallar el 5,0% el PIB rus. A grans trets, les sancions adoptades, a més d'afectar de forma directa el patrimoni i la riquesa de Putin i d'altres oligarques russos, tanquen l'accés de Rússia als mercats internacionals de finançament, limiten la utilització de les reserves acumulades pel banc central i afecten l'activitat de gairebé el 70% del sector financer del país.

Entre les sancions a Rússia, cal destacar l'estratègia que s'adoptarà contra el seu banc central. Des de la invasió de Crimea el 2014, Rússia ha acumulat un volum de reserves superior als 600.000 milions de dòlars (gairebé el 40% del seu PIB). La UE, els EUA, el Regne Unit i el Canadà han decidit «paralitzar els actius del banc central» per limitar la seva capacitat de defensa del ruble i per evitar la utilització d'aquests fons per compensar l'impacte de les sancions aprovades. L'efectivitat potencial d'aquesta mesura es posa de manifest quan s'analitza la composició de les reserves. Gairebé 160.000 milions de dòlars corresponen a or (guardat dins el país) i uns 90.000 milions a iuans. No obstant això, les reserves denominades en divises dels països que s'han sumat a les sancions representen gairebé el 60% del total.

Una bona part del sistema financer rus serà desconnectat del sistema Swift. Després d'un intens debat, s'ha decidit excloure una sèrie de bancs russos del sistema de pagaments internacional Swift (connecta més d'11.000 institucions financeres del món). És cert que Rússia està treballant en el seu propi sistema de pagaments des del 2014 (l'SPFS), però engloba només unes 400 entitats, la majoria russes, de manera que el volum d'ordres que transmet és reduït. Per tant, les entitats que es vegin excloses del sistema Swift no podran intermediar els fluxos de fons des de l'exterior del país, la qual cosa és un cop dur per al sector exportador rus.

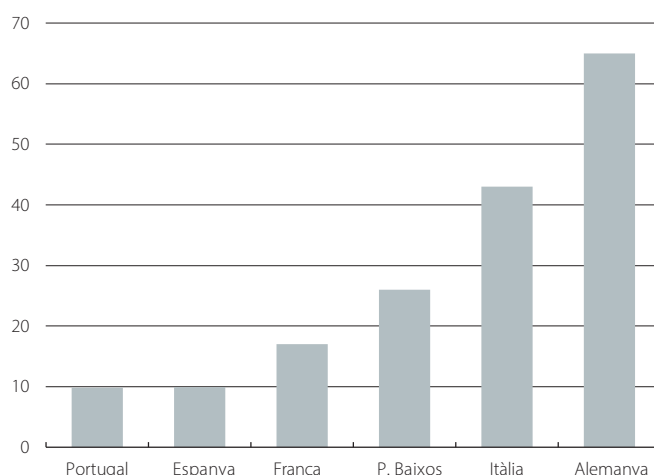
Pes de les exportacions a Rússia



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics.

Dependència del gas rus

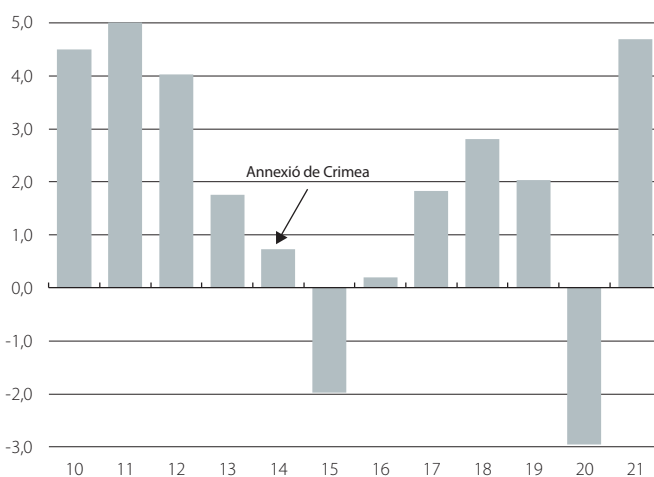
(% de gas rus sobre les importacions totals de gas)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics.

Rússia: PIB

Variació interanual (%)



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

Per tant, l'amplitud i la duresa de les mesures posades en marxa contra Rússia limiten els intercanvis comercials amb la resta del món, restringeixen al màxim el funcionament del canal financer, drenen una bona part de la liquiditat i poden acabar provocant una espiral de preus i una forta depreciació del ruble, que acabarà amb la imposició de controls de capitals i amb una recessió. No hi ha precedents de sancions tan importants en els últims anys, amb l'excepció de l'Iran i de Corea del Nord.

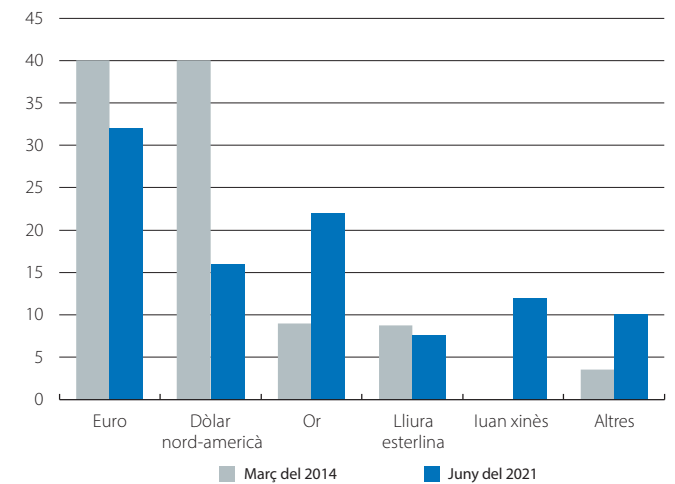
Impacte desigual d'aquest nou escenari sobre les economies emergents. La majoria de les economies emergents van pujar els tipus d'interès amb més o menys intensitat durant el 2021 per tractar de frenar l'avanç de la inflació. D'aquesta manera, van ampliar els graus de llibertat de la política econòmica per respondre a possibles sorpreses en l'escenari econòmic. Així i tot, cal ser conscients que, en el context actual d'augment de la incertesa i de pujades dels preus de les primeres matèries, l'impacte serà força desigual per economies.

En primer lloc, la localització geogràfica dels emergents serà determinant. Les economies de l'est d'Europa seran les més afectades. Un exemple del contagi que ja s'està estenent a la regió el trobem en el comunicat del BCE en què fa referència al fet que la filial europea del banc rus Sberbank i les seves dues filials a Croàcia i a Eslovènia estan en fallida o és probable que ho estiguin aviat a causa del deteriorament de la seva situació de liquiditat.

En segon lloc, l'estructura econòmica dels emergents també serà important en el grau d'impacte. Així, les economies exportadores de primeres matèries amb una posició excedentària en les seves balances per compte corrent seran les més beneficiades per la pujada que ja han acumulat les cotitzacions de les principals *commodities*. En canvi, les economies importadores de primeres matèries, que, tradicionalment, presenten dèficit en les balances per compte corrent, seran les més vulnerables i les que més difícil tinguin la resposta de política econòmica al nou escenari. Així mateix, la regió en conflicte és coneguda com el «graner d'Europa»: el blat de Rússia i d'Ucraïna proveeix el nord d'Àfrica, l'Àfrica subsahariana, l'Orient Mitjà i el sud-est asiàtic. Aquestes regions engloben economies amb rendes molt baixes, de manera que la forta pujada que mostrarà aquest bé de primera necessitat (ens apropem a un 80% des que ha començat l'any) pot alimentar tensions socials. Finalment, en el context actual d'elevada incertesa, podem assistir a una sortida de capitals de les economies emergents cap a destinacions més «segures», la qual cosa pot desestabilitzar les economies més vulnerables.

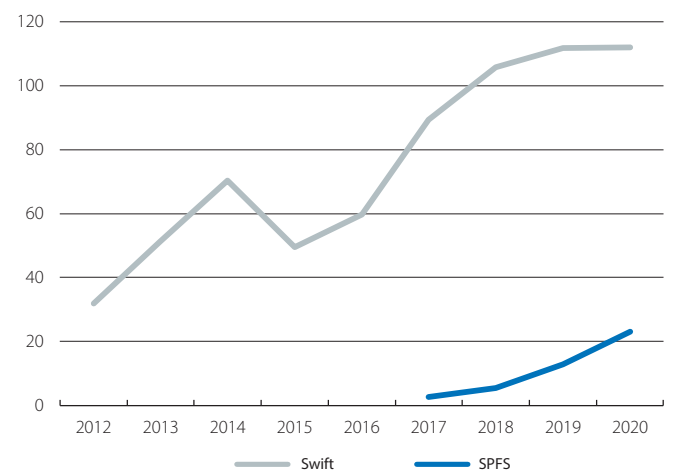
En definitiva, l'augment del risc geopolític serà un nou xoc per a l'economia internacional quan començàvem a veure la llum al final del túnel en l'evolució de la pandèmia. És massa aviat per estimar els efectes sobre les principals variables econòmiques i financeres, però l'augment de la incertesa i de la volatilitat que veurem en el comportament dels preus energètics obligarà a respondre la política econòmica per intentar minimitzar els efectes de l'enèsima perturbació sobre el cicle internacional en els últims anys.

Composició de les reserves del banc central rus (% del total)



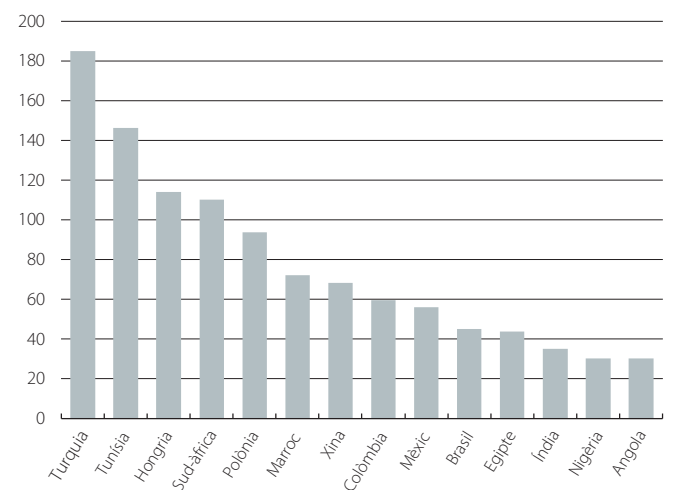
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'If.

Ordres de pagament al mercat rus (Milions)



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

Índex de vulnerabilitat externa * (%)



Nota: * Necessitats de divisa a curt termini en relació amb el nivell de divises.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Moody's.

La inflació sí que entén de classes

La inflació ha recuperat protagonisme i acapara titulars. La reactivació de la demanda, en un context de persistència dels colls d'ampolla en la cadena de producció i d'encariment de l'energia, impulsa a l'alça els preus des del març del 2021. Com a resultat, la inflació de la zona de l'euro ha assolit màxims històrics superiors al 5,0%, valors dels quals no baixarà en els propers mesos, en especial després del repunt del preu de l'energia derivat del conflicte a Ucraïna. Més enllà de la dada en si, sovint es passa per alt que l'impacte d'una pujada dels preus no afecta totes les llars de la mateixa forma i que, en bona part, això depèn de quines són les partides responsables de la pujada dels preus.

En aquest episodi d'augment de la inflació, és interessant comprovar que la pujada de preus ha estat generalitzada per partides: si, al començament del 2021, amb prou feines el 17% dels components de la cistella de l'IPC superaven una inflació del 2,0%, aquest percentatge ja ascendia, al desembre, al 75% dels components, i, a més a més, prop del 25% de les partides superaven el 5,0% d'inflació. No solament això: els components que engloben béns i serveis considerats de primera necessitat (aliments, electricitat i calefacció, per exemple) van passar d'una inflació de tot just el 0,5% al gener a gairebé el 7,0% al desembre, taxa que puja al 9,2% si s'inclou la benzina (vegeu el primer gràfic).

Aquests productes presenten una demanda molt rígida, que dificulta buscar substituïts (un pot deixar d'anar de vacances si «sur molt car», però és més difícil limitar la calefacció durant els mesos d'hivern), de manera que la pujada de la inflació té un impacte desigual per trams de renda. De fet, segons les dades d'Eurostat, les llars amb rendes més baixes (que es corresponen amb els quintils 1 i 2) concentren el 13% de la despesa en aliments i al voltant del 20% en habitatge,¹ gas, electricitat i calefacció, en relació amb menys del 10% i del 5% que, respectivament, representa per a les llars amb rendes més altes (el quintil més elevat).²

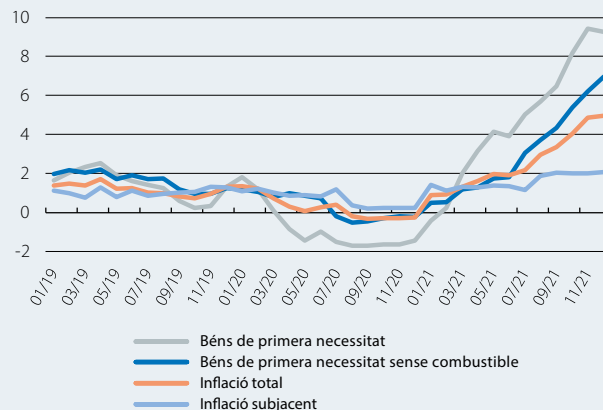
En conseqüència, la forta pujada dels productes de primera necessitat té un major impacte sobre els trams de rendes més baixes: segons les nostres estimacions, el diferencial d'inflació en béns de primera necessitat entre les rendes més baixes i les més altes (el que es coneix com *inflation inequality*) va passar de 0,1 p. p. al gener a 0,8 p. p. al desembre, la màxima diferència en, com a mínim, una

1. Entès com a despesa en lloguers o equivalent.

2. Les dades relatives a la distribució del consum per quintils de renda publicades per Eurostat es deriven de l'Enquesta de pressupostos familiars (EPF) del 2015. No obstant això, des de l'esclat de la pandèmia, els patrons de consum s'han modificat de manera significativa, i és possible que la despesa actual en béns de primera necessitat en les rendes més baixes sigui, fins i tot, més elevada que la recollida a l'EPF del 2015.

Zona de l'euro: inflació total i de béns de primera necessitat *

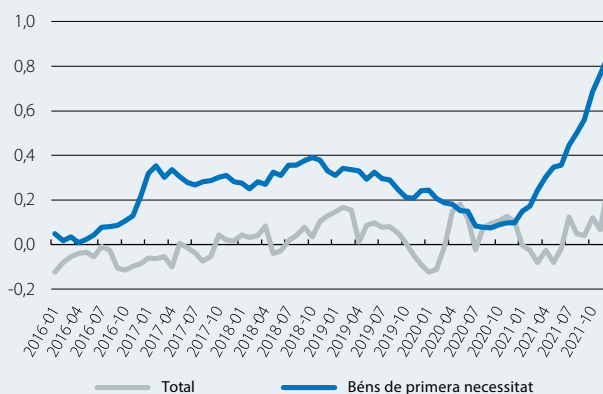
Variació interanual (%)



Nota: * Aliments, lloguer, aigua, electricitat, gas, benzina i transport.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (via Refinitiv).

Zona de l'euro: diferencial d'inflació entre les rendes més baixes i les més altes

(p. p.)



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

dècada.³ És a dir, malgrat que, al desembre, la inflació dels béns de primera necessitat es va apropar al 7,0% (sense la benzina), va variar en funció del nivell de renda. Per a les rendes més baixes, hem estimat que aquesta inflació va ser del 7,3%, mentre que, per a les rendes més altes, va ser del 6,5% (vegeu el segon gràfic).

Aquesta diferència seria més pronunciada en el cas d'Alemanya, on les rendes més baixes (quintils 1 i 2) presenten una proporció de despesa en béns de primera necessitat notablement més elevada que la mitjana de la zona de l'euro i que la resta dels seus principals socis (vegeu el tercer gràfic).⁴ De fet, estimem que el diferen-

3. L'exercici està basat en el següent document: Claeys, G. i Guetta-Jeanrenaud, L. (2022), «Who is suffering most from rising inflation?», Bruegel Blog, 1 de febrer.

4. Eurostat no publica les dades desagregades per quintils a Itàlia.

cial d'inflació en béns de primera necessitat entre les rendes més baixes i les més altes va passar de 0,4 p. p. al gener a més d'1,0 p. p. al desembre.

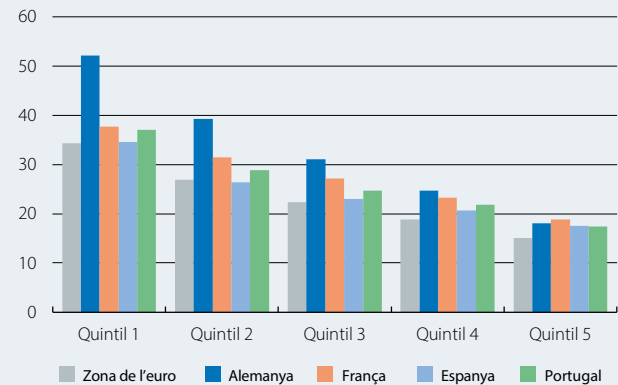
A més a més, aquesta pujada dels preus es produeix quan, en alguns països, la renda disponible de les famílies encara no s'ha recuperat del fort impacte negatiu patit arran de la crisi de la COVID, i, en els casos en què sí que s'ha recuperat, amb prou feines compensa l'augment que experimenta el cost de la vida (vegeu el quart gràfic).

En definitiva, i malgrat la limitació de les dades, sembla que l'exercici anterior apunta al fet que el patró actual de pujada de preus afecta en especial els trams de rendes més baixes. Per tractar de pal·liar aquest impacte, les diferents economies de la regió han posat en marxa diverses iniciatives, emparades per un seguit de recomanacions de la Comissió Europea,⁵ sobretot pel que fa a compensar l'augment de la factura elèctrica, que no ha deixat de batre rècords en tot l'hivern arran de la forta pujada dels preus del gas. Entre les mesures adoptades, hi hauria, entre d'altres, transferències a les llars més vulnerables, retallades de l'IVA energètic o regulació del preu als mercats al detall i a l'engròs. Un altre tema que hi ha damunt la taula és el canvi del sistema de càlcul dels preus de l'electricitat per tractar de suavitzar l'impacte del mètode de càlcul marginalista. Però, en realitat, són mesures pal·liatives que poden compensar, de forma momentània, els efectes de l'augment dels preus dels béns de primera necessitat sobre les capes de població amb rendes més baixes.

Rita Sánchez Soliva

Consum de béns de primera necessitat, per quintils de renda

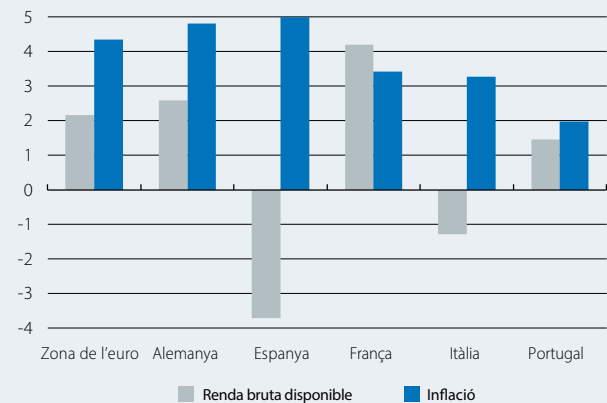
(% del consum total)



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

Renda bruta disponible i inflació *

(% de variació en relació amb el 4T 2019)



Nota: * Renda bruta del 3T 2021 i inflació del 4T 2021.

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

5. Vegeu Comissió Europea, «[Tackling rising energy prices: a toolbox for action and support](#)», octubre del 2021.

El sector immobiliari xinès (part II): aterratge d'emergència o vol a baixa altura?

El deute total de l'economia xinesa es va enfilar al 274% del PIB al final del 2021.¹ Conscients dels riscos d'una acumulació excessiva de deute i de la necessitat de reequilibrar el model de creixement econòmic, les autoritats xineses s'han esforçat, en els últims anys, per contenir l'endeutament corporatiu (que va tocar sostre el 2016, en el 123% del PIB; vegeu el primer gràfic). En aquest sentit, cap a la meitat del 2020, l'Executiu va anunciar un seguit d'estrictes regles per a l'accés al crèdit al sector immobiliari, on el model de creixement s'havia basat històricament en un fort grau de palanquejament.

En concret, per tenir accés al crèdit bancari, els promotors immobiliaris han de complir les anomenades «tres línies vermelles».² No obstant això, aquestes mesures no solament van aconseguir limitar l'endeutament al sector, sinó que també van exposar-ne les vulnerabilitats. En aquest context, alguns dels promotors més grans s'enfronten a severos problemes de liquiditat. Els riscos més grans d'aquesta estratègia de despallanquejament del sector immobiliari són el contagi entre promotors i el contagi als sectors més exposats a l'immobiliari.

Risc de contagi al sector immobiliari

Una sèrie d'«implosions controlades» d'alguns dels promotors en situació financera més feble podria comportar un contagi entre promotors solvents i insolvents. És a dir, hi ha el risc que les condicions d'oferta de crèdit i de demanda al mercat immobiliari es deteriorin de tal manera –per la pèrdua de confiança dels consumidors i dels creditors– que fins i tot promotors més solvents (per exemple, els que, en condicions normals, complirien les línies vermelles) perdin l'accés al mercat de crèdit mentre s'enfronten a una forta caiguda de la demanda d'habitatges.

En aquest sentit, hi ha alguna evidència que alguns promotors amb millors ràtios de deute i de liquiditat, que fins fa uns mesos tenien *ratings* de crèdit més elevats, s'enfronten ara a problemes de liquiditat, reforçats per la caiguda en les vendes d'habitatges.

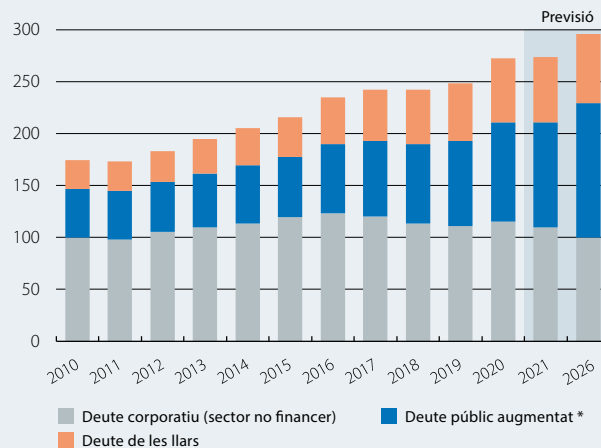
Analitzant la situació financera d'algunes de les empreses més grans del sector (vegeu la taula), amb uns passius totals d'uns 2 bilions de dòlars, veiem que la gran majoria exhibeixen una ràtio de palanquejament substancialment superior a la mitjana del sector. En alguns casos, fins i tot, arriben a registrar valors gairebé cinc vegades superiors a la mitjana. A més a més, entre els cinc promotors més grans (els pas-

1. Segons les estimacions de l'FMI.

2. La primera línia vermella inclou un límit del 70% en la ràtio de passius en relació amb els actius, sense els ingressos per cobraments anticipats de vendes d'habitatge. La segona i la tercera línies vermelles corresponen a un límit del 100% en la ràtio de palanquejament net i a un coeficient mínim d'1 en la ràtio de liquiditat (en relació amb el deute a curt termini).

Xina: deute total per sectors

(% del PIB)



Nota: * El saldo o deute públic augmentat amplia el perímetre de la mesura tradicional del saldo o deute públic per incloure els fons administrats pel Govern i l'activitat dels vehicles de finançament dels governs locals (LGFV, per les sigles en anglès).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

sus dels quals pugen a 1 bilió de dòlars), n'hi ha tres que no complirien la primera línia vermella en els dos propers anys, i els cinc presenten, com a mínim, dues ràtios (de palanquejament, de liquiditat o de rendibilitat) que es troben entre les pitjors del sector. Si afegíssim a aquestes empreses les que presenten un ràtio de crèdit ja inferior al BB+ (el límit per considerar una empresa com de grau d'inversió), arribaríem a un total d'empreses amb passius superiors a 1,5 bilions de dòlars en risc de patir problemes de liquiditat a curt termini o, fins i tot, en situació de *default* imminent (el cas d'Evergrande). Això correspondria al 80% del mercat per total d'actius que es podria enfrontar a problemes de liquiditat a curt termini.³ D'altra banda, s'estima que els promotors més grans necessitaran uns 200.000 milions de dòlars addicionals de liquiditat per complir les tres línies vermelles marcades per l'Executiu. Si ens centrem en els cinc promotors més grans, aquestes necessitats de finançament addicionals representarien el 20% dels seus actius.⁴

Risc de contagi a altres sectors

D'altra banda, una seqüència de *defaults* descontrolats al sector podria comportar una gran quantitat d'habitatges

3. Aquests números fan referència a actius i a passius registrats al balanç dels promotors. No obstant això, d'ençà que les autoritats xineses van començar a adoptar mesures per reduir el deute corporatiu, molts promotors s'han tornat més dependents dels ingressos per cobraments anticipats de vendes d'habitatges no acabats i han recorregut a vehicles fora de balanç per obtenir liquiditat i han evitat l'escrutini regulador.

4. Estimació de Goldman Sachs, assumint que, malgrat que perdran l'accés al mercat d'emissió de deute *offshore*, els promotors podran refinançar els préstecs bancaris i es mantindran les restriccions sobre la utilització d'ingressos amb les vendes per endavant (aproximadament, el 20% no disponible per cobrir el deute). Aquesta estimació no inclou el deute o les activitats de finançament fora de balanç.

Sector immobiliari xinès: situació financera, qualificació creditícia i estructura del deute de les majors promotores

Promotors	Ràtio de palanquejament	Ràtio de liquiditat	Ràtio de rendibilitat	Passius totals (1S 2023 [e])	Actius totals (1S 2023 [e])	Primera línia vermella (1S 2023 [e])	Ràting creditici **	Deute pendent en bons (% offshore)
Country Garden Holdings Co	2,27	0,55	0,18	255	312	75,5%	BBB-	17,9 (90%)
China Evergrande Group	5,05	0,45	0,23	248	313	78,4%	CC	32 (69%)
China Vanke Co *	1,42	0,45	0,20	223	300	66,0%	BBB+	10,5 (82%)
Poly Developments and Holdings Group *	2,28	0,58	0,19	164	226	58,1%	BBB	9,3 (17%)
Sunac China Holdings	3,56	0,49	0,23	140	180	71,6%	BB	13,5 (67%)
China Resources CR Land *	0,81	0,45	0,38	110	158	58,9%	BBB+	8,3 (53%)
Longfor Group Holdings	1,37	0,46	0,29	94	134	64,3%	BBB	10,8 (31%)
China Overseas Land and Investment COLI *	0,73	0,69	0,38	76	139	50,3%	BBB+	14,4 (63%)
Seazen Group	3,51	0,48	0,23	70	90	70,9%	BB+	6,6 (61%)
Shimao Group Holdings	1,53	0,53	0,25	68	99	63,3%	BB-	11,8 (62%)
Greentown China holdings *	1,87	0,61	0,17	60	74	68,6%	BB-	7,7 (18%)
Gemdale Corp *	1,99	0,74	0,27	56	77	67,6%	BB	9,1 (11%)
China Jinmao Holdings Group *	2,12	0,68	0,31	52	71	66,7%	BBB-	7,4 (65%)
Guangzhou R&F Properties Co	2,41	0,55	0,30	52	69	74,9%	CC	9,4 (62%)
CIFI Holdings Group Co	2,44	0,93	0,22	52	70	67,3%	BB	8,4 (71%)
Agile Group Holdings	1,51	0,71	0,29	35	52	67,3%	BB-	6,9 (88%)
Logan Group Co	1,88	0,71	0,36	33	48	66,3%	BB	7,9 (54%)
KWG Ground Holdings	2,19	0,66	0,41	28	39	67,6%	B+	8,6 (76%)
Powerlong Real Estate Holdings	1,56	0,65	0,38	25	36	65,4%	BB-	5,2 (65%)
China Overseas Grand Oceans COGO Group *	2,07	0,56	0,21	23	30	65,8%	BBB	0,6 (100%)
Yuzhou Group Holdings	2,27	0,76	0,24	20	27	71,5%	B	8,3 (84%)
Mitjana del sector immobiliari ***	1,15	0,55	0,20					

Notes: * Empresa de propietat estatal. ** Ràting mitjà S&P/Moody's/Fitch al final del 2021. *** Mitjana de la mostra d'empreses del sector immobiliari disponible a Refinitiv. [e] estimació de Goldman Sachs. Ràtio de palanquejament: deute/capital; ràtio de liquiditat: actius líquids/deute; ràtio de rendibilitat: marge operatiu. Passius totals, actius totals i deute pendent en bons en milers de milions de dòlars nord-americans.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, de Goldman Sachs i de Financial Times.

(generalment, amb un elevat percentatge pagat per endavant) no acabats, una cascada d'impagaments en sectors estretament vinculats a l'immobiliari (sectors més exposats) i caigudes abruptes de preus de l'habitatge. Aquest escenari podria generar tremolors als sectors més exposats «aigües amunt», tant al sector manufacturer, entre productors de metalls bàsics o de maquinària i equipament, com al sector serveis, en activitats comercials i financeres.⁵

Pel que fa al sector financer, i malgrat l'elevat grau d'incertesa sobre el grau d'exposició de cada institució bancària a promotors en risc d'incompliment, els préstecs al sector immobiliari representen el 7% dels préstecs bancaris totals, mentre que les hipoteques representen el 21% del total del crèdit bancari. Fins i tot considerant que una part d'altres préstecs bancaris estan garantits per béns immobiliaris, l'exposició directa del sector bancari a l'immobiliari no és excessiva. En qualsevol cas, sembla improbable un escenari d'una successió de *defaults* descontrolats, amb implicacions potencialment sistèmiques per al sector financer, ateses la capacitat de les autoritats xineses per intervenir en l'economia i la voluntat ja demostrada d'aïllar el màxim possible els petits inversors en processos de

default i de minimitzar l'impacte econòmic d'un alentiment al sector.

El major risc a curt termini: la (falta de) confiança

Fins i tot quan els riscos de liquiditat a curt termini s'esvaeixin, la recuperació del sector immobiliari serà lenta, tenint en compte el grau de palanquejament actual de les promotores i les tendències demogràfiques de fons. Abans que acabi la turbulència, el futur més immediat (i, fins i tot, la supervivència) de moltes empreses del sector i dels sectors més exposats depèn del fet que es restableixi la confiança dels inversors. Amb la finalitat d'evitar una «profecia autocomplerta», és a dir, que la feblesa actual del mercat immobiliari comporti un enfonsament dels preus, que, al seu torn, reforçaria la pèrdua de confiança i el contagi al sector bancari, serà clau el desplegament de mesures de política monetària i fiscal dirigides a trams específics del sector i que facilitin la reestructuració de les empreses, que garanteixin l'accés al crèdit dels petits inversors i que frenin els riscos amb les vendes anticipades d'habitatge. Malgrat que a més baixa altura, un cop garantida la confiança dels passatgers, l'avió podria encara continuar volant.

Luís Pinheiro de Matos

5. Per a més detalls, vegeu el Focus «El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80», a l'IM01/2022.

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

ESTATS UNITS

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Activitat									
PIB real	-3,4	5,7	0,5	12,2	4,9	5,6	-	-	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	2,1	16,8	11,9	26,2	13,7	16,1	17,1	16,4	11,4
Confiança del consumidor (valor)	101,0	112,7	99,1	122,1	116,7	112,9	111,9	115,2	111,1
Producció industrial	-7,2	5,5	-1,6	14,7	5,5	4,6	5,1	3,8	4,1
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,3	61,0	60,0	60,1	60,6	58,8	57,6
Habitatges iniciats (milers)	1.396	1.601	1.599	1.588	1.562	1.654	1.703	1.708	1.638
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	228	267	249	262	274	283	283	287	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,1	5,4	6,2	5,9	5,1	4,2	4,2	3,9	4,0
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	56,8	58,4	57,6	58,0	58,6	59,2	59,3	59,5	59,7
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	...
Preus									
Inflació general	1,2	4,7	1,9	4,8	5,3	6,7	6,8	7,0	7,5
Inflació subjacent	1,7	3,6	1,4	3,7	4,1	5,0	4,9	5,5	6,0

JAPÓ

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Activitat									
PIB real	-4,5	1,7	-1,8	7,3	1,2	0,7	-	-	-
Confiança del consumidor (valor)	31,1	36,3	33,3	35,4	37,3	39,2	39,2	39,1	36,7
Producció industrial	-10,6	5,8	-1,5	19,9	5,9	1,2	3,5	2,7	-1,8
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	5,0	14,0	18,0	18,0	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,8	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,2	0,7	0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,7
Preus									
Inflació general	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,5	0,6	0,8	0,5
Inflació subjacent	0,2	-0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2

XINA

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Activitat									
PIB real	2,2	8,1	18,3	7,9	4,9	4,0	-	-	-
Vendes al detall	-2,9	12,4	34,0	14,1	5,1	3,5	3,9	1,7	...
Producció industrial	3,4	9,3	24,6	9,0	4,9	3,9	3,8	4,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	50,5	51,3	51,0	50,0	49,9	50,1	50,3	50,1
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	680	621	605	636	680	661	680	...
Exportacions	3,6	30,0	48,9	30,7	24,4	23,1	22,0	20,8	...
Importacions	-0,6	30,1	29,4	44,0	25,6	23,7	31,4	19,5	...
Preus									
Inflació general	2,5	0,9	0,0	1,1	0,8	1,8	2,3	1,5	0,9
Tipus d'interès de referència ³	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7
Renminbi per dòlar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Vendes al detall (variació interanual)	-0,9	5,4	2,6	12,7	2,5	4,0	8,2	2,0	...
Producció industrial (variació interanual)	-7,9	8,8	4,8	24,2	6,0	0,1	-1,4	1,6	...
Confiança del consumidor	-14,3	-7,6	-13,8	-5,5	-4,6	-6,7	-6,8	-8,4	-8,5
Sentiment econòmic	88,0	110,1	94,6	113,2	116,8	115,7	116,2	113,8	112,7
PMI manufactures	48,6	60,2	58,4	63,1	60,9	58,2	58,4	58,0	59,0
PMI serveis	42,5	53,6	46,9	54,7	58,4	54,5	55,9	53,1	51,2
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	-1,5	...	-1,7	2,0	2,0	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,0	...	8,2	8,0	7,5	7,1	7,1	7,0	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,9	...	3,9	3,6	3,4	3,2	3,2	3,2	...
França (% pobl. activa)	8,0	...	8,0	8,2	7,9	7,5	7,5	7,4	...
Itàlia (% pobl. activa)	9,3	...	10,1	9,8	9,1	9,1	9,1	9,0	...
PIB real (variació interanual)	-6,5	5,4	-1,1	14,4	3,9	4,6	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-4,9	3,1	-2,8	10,4	2,9	1,8	-	-	-
França (variació interanual)	-8,0	7,4	1,7	19,0	3,5	5,4	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	-9,0	6,8	-0,3	17,3	4,0	6,4	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
General	0,3	2,6	1,1	1,8	2,8	4,6	4,9	5,0	5,1
Subjacent	0,7	1,5	1,2	0,9	1,4	2,4	2,6	2,6	2,3

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Saldo corrent	2,1	2,8	2,8	3,1	3,1	3,1	5,7	5,6	...
Alemanya	7,0	7,0	7,2	7,7	7,6	7,5	7,0	7,0	...
França	-1,9	-0,9	-1,8	-1,6	-1,2	-0,9	-0,6	-0,7	...
Itàlia	3,8	4,4	3,8	4,3	4,2	4,1	1,7	1,6	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	93,8	94,2	95,3	94,9	93,9	92,6	92,5	92,3	91,7

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,3	3,5	6,4	2,3	1,8	3,3	2,9	4,3	4,4
Crèdit a les llars ^{2,3}	3,2	3,8	3,1	3,9	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,9	12,6	16,1	12,4	11,4	10,5	10,3	10,2	9,3
Altres dipòsits a curt termini	0,6	-0,8	1,0	-0,6	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-0,1
Instrumentos negociables	8,2	11,6	13,8	12,2	10,2	10,0	12,3	6,6	0,6
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,2	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.

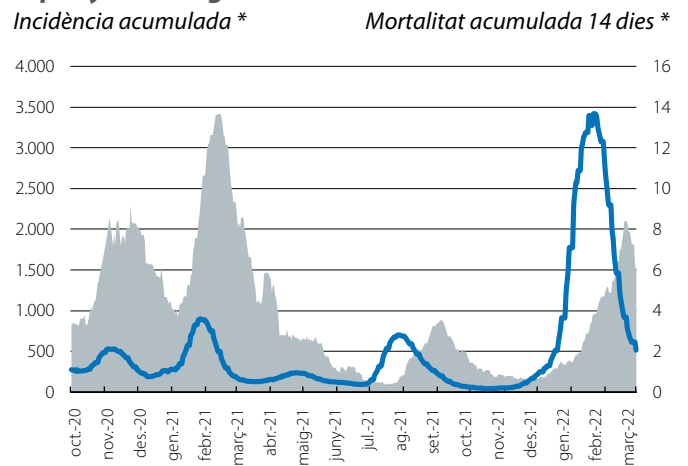
Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.

Les perspectives de creixement de l'economia espanyola es deterioren

Bones xifres d'activitat fins a l'esclat de la guerra a Ucraïna. A l'avantsala de l'esclat de la guerra, la previsió de creixement per al 2022 era del 5,5%. L'elevat creixement registrat en el 4T 2021, que va superar les nostres expectatives, i la bona evolució dels indicadors del 1T d'enguany suggerien que el creixement, fins i tot, podia ser superior. De tota manera, l'avançament de les pujades de tipus d'interès per part dels bancs centrals, la persistència dels colls d'ampolla en les cadenes globals de subministrament i l'augment ràpid de la inflació convidaven a la prudència. En esclatar la guerra, els riscos a la baixa han augmentat molt, la qual cosa ens obligarà a retallar les previsions per a enguany. Ara com ara, la incertesa és molt elevada, de manera que encara és prematur posar una xifra a l'impacte que la conjuntura actual tindrà sobre l'escenari econòmic. Però sí que és possible identificar els diferents canals a través dels quals el conflicte a Ucraïna impactarà en l'economia espanyola. El més important: el fort augment del preu del petroli, del gas i de l'electricitat. Això perjudicarà els sectors més intensius en ús d'energia, com el transport, la metal·lúrgia, la pesca, la indústria extractiva o la fabricació de paper. L'escassetat d'algunes primeres matèries i de metalls industrials també afectarà la indústria manufacturera i el sector agroalimentari. L'economia espanyola també es veurà afectada per un menor creixement del consum privat, a causa de l'augment de la incertesa i de la caiguda del poder adquisitiu que comportarà una inflació més elevada, per una menor embranzida de les exportacions, a causa del menor creixement dels nostres principals socis comercials, i per un major tensionament de les cadenes globals de subministrament.

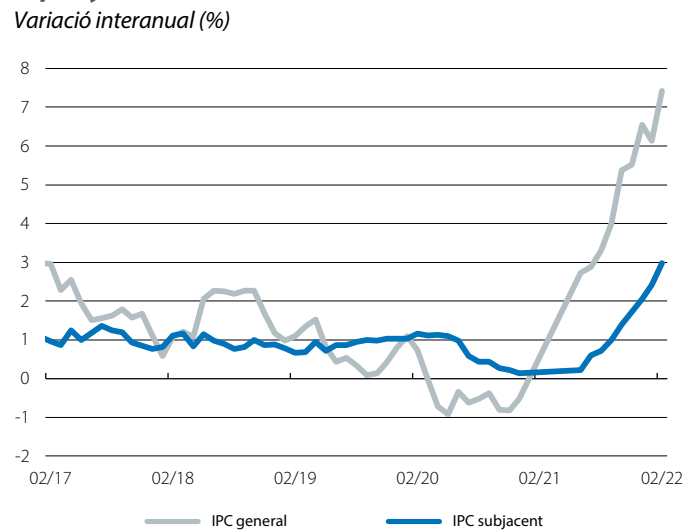
La inflació general a Espanya va augmentar fins al 7,4% al febrer (el 6,1% al gener), i la inflació subjacent va assolir el 3,0% (el 2,4% al gener). Es tracta del nivell més alt des de fa més de tres dècades. El preu de l'energia, principal responsable de l'escalada de la inflació durant el 2021, continuarà impulsant la inflació al llarg del 2022. Ja des del setembre, els elevats preus de l'energia van començar a empènyer a l'alça la inflació en altres components (sobretot, en aliments). En aquest sentit, al gener, la dada d'inflació per components de la cistella de l'IPC (dada més recent en aquest nivell de desagregació) mostra que la inflació supera el 2% en el 63% de la cistella (en relació amb el 30% del setembre) i se situa per damunt del 5% en el 26% de la cistella (en relació amb el 12% del setembre). De cara al febrer, esperem que la porció de la cistella per damunt del 2% i del 5% sigui encara major. Davant aquesta situació, el tensionament dels mercats energètics i de primeres matèries provocat per la invasió russa d'Ucraïna tindrà un impacte considerable sobre la inflació. D'una banda, hi haurà un impacte directe per l'augment del preu del gas (i, de retruc, de l'electricitat, que constitueix el 4,1% de la cistella de l'IPC), del petroli (els carburants i els combustibles constitueixen el 7,8% de la cistella de

Espanya: contagis i morts



Nota: * Contagis i morts acumulades en 14 dies per 100.000 habitants.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat.

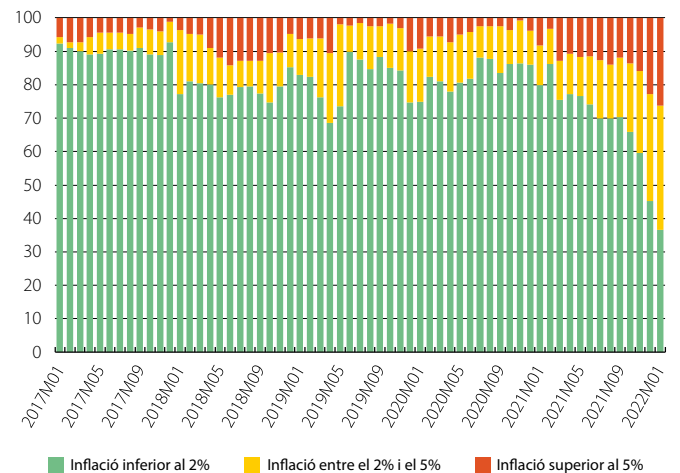
Espanya: evolució de l'IPC



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

Espanya: el semàfor de la inflació

(% de la cistella de l'IPC)



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

l'IPC), de les primeres matèries i dels aliments. De l'altra, la prolongació dels elevats preus energètics podria intensificar la tendència de contagi de la cistella de consum que hem vist en els últims mesos.

El turisme aguanta malgrat la variant òmicron. Els indicadors d'alta freqüència de l'activitat turística ens indiquen que, malgrat que la bretxa amb els nivells del 2019 es va ampliar al gener, a causa de l'onada de la COVID, l'impacte ha estat menys intens i persistent del que s'esperava. Segons les dades de vols operats als aeroports espanyols, al gener, es va produir un descens (van recular fins al nivell del juny del 2021), però, en les dues primeres setmanes de febrer, es percep ja una recuperació clara. Pel que fa a les perspectives per a enguany, cal tenir en compte que l'exposició directa del turisme als visitants russos és reduïda. El 2019, només el 2% dels turistes estrangers procedien de Rússia (menys de l'1% el 2021). Tot i que l'entorn de major incertesa pot pesar sobre la mobilitat internacional, la percepció d'Espanya com una destinació segura en relació amb altres competidors del Mediterrani podria mitigar l'impacte final.

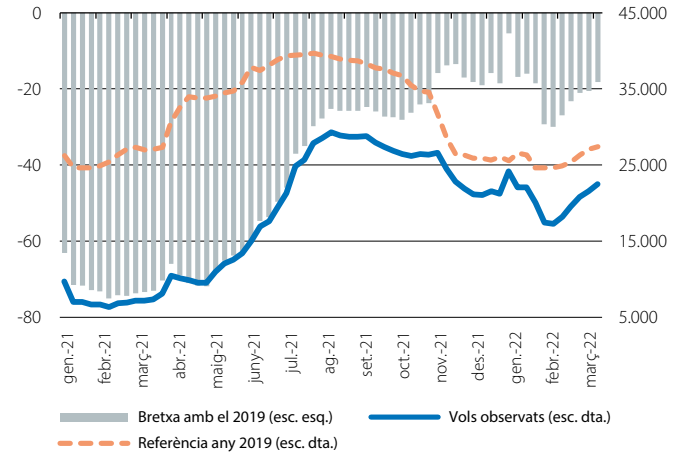
2021, un any de vigorosa recuperació per al sector immobiliari. El bon funcionament del sector es pot explicar, en gran part, per la fortalesa de la demanda. Al desembre, es van realitzar 48.119 compravendes d'habitatges, el 32,9% més que en el mateix mes del 2020. En el conjunt del 2021, es van produir 565.523 transaccions, el 34,6% més que el 2020 i l'11,9% més que el 2019. En menor mesura, l'oferta també s'ha sumat a la recuperació: fins al novembre del 2021, es van visar uns 106.000 habitatges (dada acumulada de 12 mesos), una xifra molt similar a la del 2019. Pel que fa als preus, la taxació de l'habitatge lliure va avançar un significatiu 2,0% intertrimestral en el 4T 2021 (el 4,4% interanual). Per al conjunt de l'any 2021, el preu va avançar el 2,1%, després de la reculada de l'1,1% del 2020. L'impacte del conflicte Rússia-Ucraïna sobre el sector immobiliari hauria de ser contingut. El sector té poca exposició als compradors russos (representen el 2,1% del total de compravendes d'habitatges per part d'estrangers), però els alts preus de l'energia i l'escassetat de materials pressionaran a l'alça els costos de construcció.

Deteriorament de la balança comercial el 2021, a causa dels elevats preus de l'energia. El dèficit comercial va assolir els 26.178 milions d'euros el 2021 (va duplicar el de l'any anterior, tot i que es va mantenir per sota del del 2019), xifra equivalent al 2,2% del PIB. El dèficit de la balança energètica es va situar en 25.326 milions, el pitjor registre des del 2015. El tensionament dels preus de l'energia després de l'esclat del conflicte a Ucraïna deteriorarà encara més el saldo energètic. Més enllà d'aquest canal, els llaços comercials d'Espanya amb Rússia i amb Ucraïna són limitats (l'1,8% i el 0,5% de les importacions espanyoles de béns i el 0,7% i el 0,2% de les exportacions), tot i que és cert que tenim una alta dependència en alguns subministraments (l'11% de les importacions energètiques vénen de Rússia i el 16% dels cereals i el 62% del gira-sol d'Ucraïna).

Mobilitat aèria: vols operats als aeroports espanyols

Variació en relació amb el 2019

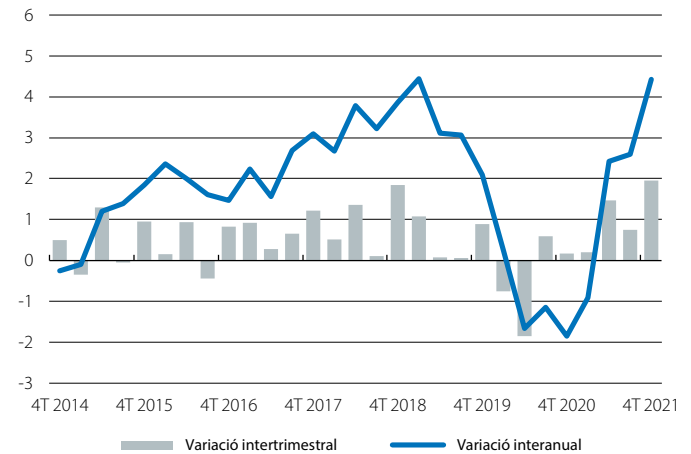
Vols setmanals



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

Espanya: preu de l'habitatge

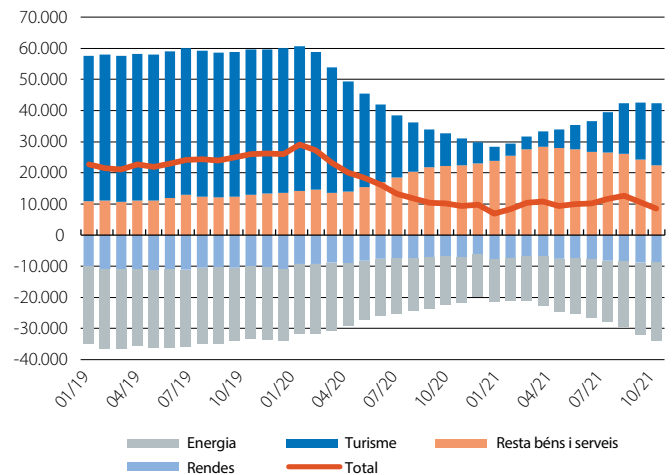
Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Transport, Mobilitat i Agenda Urbana.

Espanya: saldo de la balança per compte corrent

(Milions d'euros)



Nota: Dades acumulades de 12 mesos.

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

Els ingressos tributaris a Espanya el 2021: una recuperació molt vigorosa

El comportament dels ingressos tributaris el 2021, segons l'avanç del tancament tributari publicat pel Ministeri d'Hisenda, ha sorprès pel seu intens dinamisme, que ha superat les expectatives contingudes als Pressupostos Generals de l'Estat del 2021 (PGE 2021), malgrat que el creixement del PIB durant l'any va ser inferior al previst pel Govern.

El dinamisme de la recaptació ha estat força generalitzat

En particular, la recaptació va créixer el 15,1% interanual el 2021 i el 5% en relació amb el 2019. Serveixi de referència que la mitjana de les variacions interanuals el 2000-2019 va ser del 4,8%. Parlem de 1.275 milions d'euros per damunt del que s'havia projectat als PGE 2021. Aquestes dades apunten al fet que el dèficit públic del 2021 –que coneixerem al final de març– podria ser inferior al 8,4% del PIB previst pel Govern.

Què ens indiquen les dades desglossades per impostos? La gran sorpresa s'ha produït en la recaptació de l'impost de societats, ja que s'ha situat 4.900 milions per damunt del que s'havia projectat als PGE 2021. En particular, la seva recaptació ha augmentat en 10.770 milions d'euros en relació amb el 2020 (el +67,9%) i en 2.900 milions en relació amb el 2019 (el +12,2%). Aquest rebot tan elevat s'explica per l'augment dels beneficis empresarials en comparació amb un 2020 en què es van realitzar elevades provisions a causa de la pandèmia, però també per les menors devolucions.¹ Les exempcions i les moratòries implementades el 2020 per la pandèmia també ajuden a explicar el rebot considerable de la recaptació de l'impost de societats el 2021. En particular, els grups empresarials consolidats van tenir beneficis fins al setembre del 2021² que gairebé van duplicar els del 2020 i es van apropar als del 2019. Per la seva banda, a les grans empreses no pertanyents a grups consolidats, els beneficis van créixer fins al setembre al voltant del 30% interanual, la qual cosa significa que es van situar lleugerament per damunt dels del 2019. Finalment, a les pimes que declaren d'acord amb els resultats de l'any, els beneficis van augmentar més del 30% i es van situar ja més del 4% per damunt dels registres del 2019.

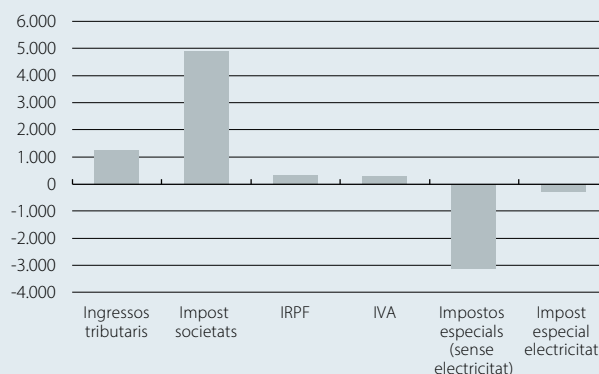
1. La raó és l'elevat import que van tenir aquestes devolucions el 2020 a conseqüència de l'alta xifra de sol·licituds que va haver-hi en la campanya del 2018 (presentades el 2019 i pagades, en la seva major part, el 2020).

2. Sense comptar les operacions extraordinàries.

3. El 2020, l'impacte de la pandèmia va ser especialment nociu en sectors amb nivells salarials i amb tipus efectius inferiors a la mitjana, la qual cosa va moderar l'impacte de la crisi sobre l'evolució de la recaptació de l'IRPF.

Espanya: diferència entre la recaptació realitzada i la projectada el 2021

(Milions d'euros)



Nota: Projeccions dels PGE 2021.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

En el cas de l'IRPF, la recaptació va augmentar en 6.570 milions en relació amb el 2020 i en 7.650 milions en relació amb el 2019,³ una millora de 350 milions en relació amb les projeccions pressupostàries. L'evolució positiva de l'ocupació el 2021 explica, en bona part, aquesta dada –no en va, les retencions del treball van augmentar el 6,1% en relació amb el 2020, enfront d'un creixement de les remuneracions dels assalariats del 5,6% el 2021.

Per la seva banda, l'IVA va augmentar la recaptació en 9.156 milions en relació amb el 2020 i en 955 milions en relació amb el 2019, una recaptació lleugerament superior a la projectada (+270 milions d'euros). Així, va créixer l'1,3% en relació amb el 2019, una xifra que contrasta amb la caiguda del consum nominal (el -6,3%). Aquesta diferència es podria explicar, en part, per un possible aflorament de l'economia submergida. Altres factors que han contribuït a la bona marxa de l'IVA han estat el dinamisme de les compravendes d'obra nova i l'augment del preu de l'habitatge el 2021.

En canvi, els impostos especials van recular en relació amb el 2019, en especial l'impost d'hidrocarburs (el -6,3%) i el de l'electricitat (el -21,1%). La reculada d'aquest últim s'explica per una reducció de l'impost de l'electricitat del 5,11% al 0,5% des del setembre. Malgrat aquesta reducció tan gran, l'augment dels preus de l'electricitat ha fet que la recaptació d'aquest impost hagi estat tan sols 290 milions inferior a la del 2019.

Així, els impostos vinculats a les rendes (sobretot, societats i, en menor mesura, IRPF) són els grans artífexs que, per primera vegada des del 2010, els ingressos tributaris hagin superat les previsions.

Un creixement de la recaptació superior al del PIB

Atès el que s'ha dit fins aquí, ningú dubta del vigor de la recuperació dels ingressos tributaris el 2021. Aquesta conclusió guanya encara més rellevància quan comparem el creixement interanual dels ingressos del 2021 (el 15,1%) amb el del PIB nominal (el 7,2%). És a dir, els ingressos fiscals van créixer el doble que el PIB (la relació històrica entre el creixement del PIB i la recaptació és d'1 a 1,2).

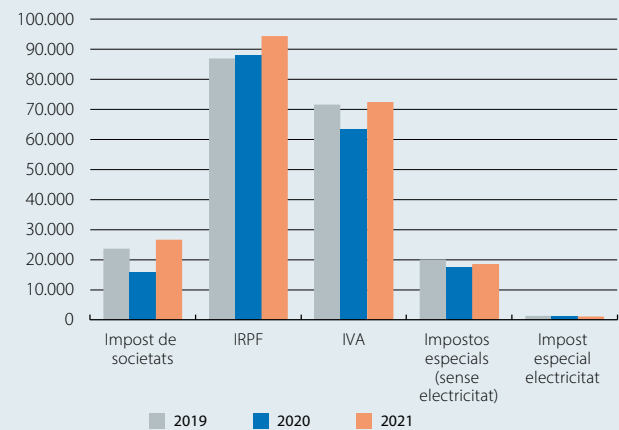
Aquest comportament és coherent amb un estudi realitzat per economistes del BCE,⁴ que estimaven que Espanya és l'economia de la zona de l'euro en què els ingressos públics reaccionen en períodes expansius i passen d'una relació històrica de la ràtio entre el creixement dels ingressos i del PIB d'1,06 a una d'1,8.

En definitiva, la recaptació tributària s'ha recuperat amb molt vigor el 2021. Els principals artífexs han estat l'IRPF i l'IVA, arran de la reactivació econòmica, i l'impost de societats, que ha crescut molt per damunt de les expectatives, a causa del rebot dels beneficis empresarials després de les elevades dotacions i provisions realitzades el 2020 per les empreses i de les menors devolucions.

Javier Garcia-Arenas

Espanya: recaptació tributària

(Milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

4. Vegeu Koester, G. i Priesmeier, C. (2017), «Revenue elasticities in euro area countries», BCE Working Paper Series.

L'impacte d'un augment del preu del petroli i del gas a Espanya: possibles escenaris

El conflicte bèl·lic que va esclatar el passat 24 de febrer entre Rússia i Ucraïna es va reflectir de manera immediata en l'encariment dels preus del petroli i del gas, dos productes que tenen un pes considerable en les importacions espanyoles (vegeu la taula). En concret, el 2021, les importacions de petroli i dels seus derivats van ascendir a 33.696 milions d'euros (el 2,8% del PIB) i es van convertir en la categoria de més pes entre el total d'importacions d'Espanya. Pel que fa al gas, amb 9.602 milions d'euros (el 0,8% del PIB) importats el 2021, es va situar en la novena posició.¹

Cal tenir en compte, a més a més, que la demanda dels dos béns sol ser força insensible a les variacions que pateixen els seus preus, de manera que, quan augmenten, es redueix la capacitat de compra d'altres béns per part de les llars i també disminueix la capacitat d'inversió de les empreses. Atesa la importància de l'assumpte, en aquest article, ens proposem analitzar l'impacte que les variacions en el preu de l'energia podrien arribar a tenir sobre el creixement del PIB d'Espanya.

El preu del petroli i del gas

Després d'oscil·lar al voltant dels 85 dòlars per barril al llarg del mes de gener, el preu del petroli va pujar i va vorejar els 100 dòlars per barril després de l'atac de Rússia a Ucraïna al final del febrer. El preu del gas també es va disparar i va arribar a superar, en algun moment, els 130 euros/MWh, també al final del mes passat (vegeu el gràfic).²

Per mostrar l'impacte de l'encariment de l'energia, utilitzarem com a referència un augment mitjà anual de 10 dòlars/barril en el preu del petroli i de 30 euros/MWh en el preu del gas.³ Aquest augment comportaria (suposant que la demanda de petroli i de gas no fos capaç d'ajustar-se a aquest encariment de preus a curt termini) un increment de les importacions netes de gairebé 8.100 milions d'euros, el 0,6% del PIB. En termes de creixement, estimem que una pujada del preu de l'energia d'aquesta magnitud restaria 0,5 p. p. al creixement anual del PIB d'Espanya.

1. En termes d'importacions netes, el petroli representa 16.269 milions d'euros (l'1,4% del PIB) i el gas, 8.526 milions d'euros (el 0,7% del PIB).

2. Els moviments de mercat que es descriuen són amb dades fins al 28 de febrer.

3. L'augment de 10 dòlars en el preu del petroli es trasllada a euros mitjançant el tipus de canvi actual, que se situa al voltant dels 1,13 dòlars per euro.

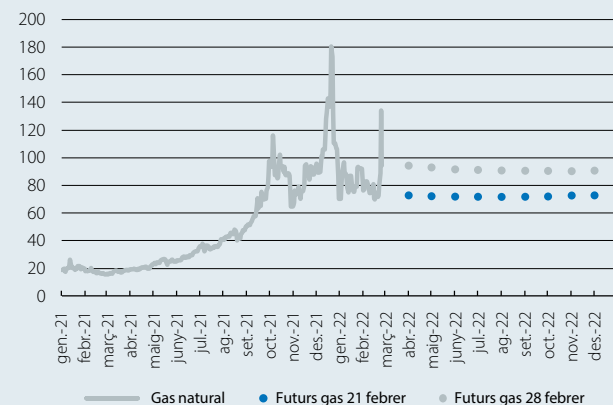
Espanya: importacions de mercaderies el 2021: les 10 principals categories *

	Milions d'euros	% sobre el total
Petroli i derivats	33.696	9,8
Vehicles automòbils i tractors	32.841	9,6
Màquines i aparells mecànics	30.997	9,0
Aparells i material elèctrics	29.447	8,6
Productes farmacèutics	20.863	6,1
Mat. plàstiques i les seves manufactures	13.326	3,9
Productes químics orgànics	12.013	3,5
Fosa, ferro i acer	11.219	3,3
Gas	9.602	2,8
Aparells òptics, de mesurament i mèdics	8.402	2,5

Nota: * Agrupació per grups Taric de dos dígit, llevat de les categories de petroli i derivats i de gas, que s'han obtingut a partir de la classificació Taric de quatre dígit.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.

Preu del gas (€/MWh)



Nota: Gas Natural TTF, referència a Europa.

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

L'impacte sobre el creixement és una mica menor al que es desprèn de l'impacte directe sobre les importacions per dos motius. En primer lloc, la menor despesa que es realitzaria a conseqüència de l'augment del preu de l'energia comportaria una caiguda, al seu torn, de les importacions de béns no energètics i de serveis. En segon lloc, és probable que, fins a un cert punt, les llars esmorteixin la reducció de la seva capacitat adquisitiva arreplegant els estalvis. En aquest sentit, també seria rellevant en quina mesura la política fiscal mitigaria l'impacte de l'encariment del gas sobre la factura elèctrica.

Conclusions

La conjuntura actual presenta un grau d'incertesa molt elevat. Aquesta incertesa, que complica molt la generació d'un escenari central, o «més plausible», obliga l'analista a basar-se en la generació d'escenaris hipotètics que li permetin capturar els impactes que es poden arribar a produir en funció de com es materialitzi la incertesa. En aquest article, hem valorat la sensibilitat del creixement del PIB d'Espanya a les variacions del preu del cru i del gas, dos dels productes més afectats per l'actual crisi geopolítica. No obstant això, cal posar sobre la taula que el conflicte a Ucraïna també podria afectar la recuperació econòmica per altres canals, com, per exemple, l'efecte pernicios sobre la confiança o sobre les exportacions, arran del deteriorament de l'entorn internacional.

Oriol Carreras

L'impacte de les condicions financeres sobre la càrrega del deute públic espanyol

Un dels temes candents de l'actualitat econòmica és l'impacte d'un enduriment de les condicions financeres sobre el cost del deute públic espanyol. Des de l'inici d'enguany, hem observat un repunt dels tipus d'interès sobirans de la zona de l'euro i de les primes de risc perifèriques, inclosa l'espanyola. Així, cal preguntar-se quina serà la sensibilitat del cost de finançament de les Administracions públiques a un entorn macrofinancer canviant i molt incert.

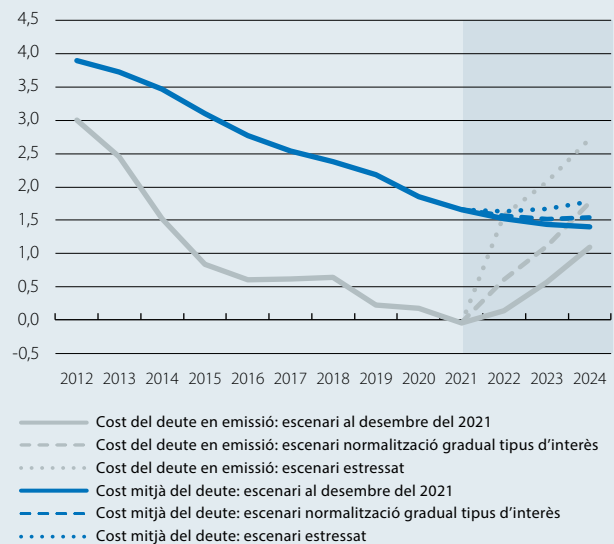
El cost mitjà del deute es mantindrà contingut

Hem analitzat la sensibilitat que, històricament, ha presentat el cost del deute públic espanyol als canvis de les condicions financeres i hem fet un exercici per valorar com pot evolucionar en els propers anys. En particular, analitzem tres escenaris. El primer es fonamenta en les previsions de tipus d'interès que es contemplaven al final del 2021, abans que el BCE canviés la comunicació sobre la seva política monetària futura i que esclatés el conflicte militar a Ucraïna. Aquest escenari es caracteritzava per uns tipus d'interès que es mantenien en nivells molt baixos al llarg de l'horitzó de previsió, ja que s'esperava que el BCE no començaria a pujar el tipus de referència fins al final del 2023. El segon escenari contempla una normalització gradual i progressiva de les condicions financeres en els propers anys. És un escenari que es produiria, per exemple, si l'impacte econòmic del conflicte a Ucraïna fos limitat i en què la preocupació per la inflació passés a ser el principal focus d'atenció durant la segona meitat de l'any. Com a referència, això seria compatible amb el fet que el BCE comencés a augmentar els tipus d'interès al final del 2022 i, el 2023, realitzés dos moviments addicionals a l'alça. El tercer escenari valora l'impacte que podria tenir un tensionament de les condicions financeres, que es podria produir si el BCE hagués de dur a terme un augment més ràpid dels tipus d'interès perquè la inflació es manté en cotes elevades durant més temps del que es preveu i la prima de risc augmentés de manera substancial.¹ Al primer gràfic, podem veure l'evolució del cost del deute en emissió i el cost mitjà del deute en els tres escenaris.²

En l'escenari de normalització gradual de les condicions financeres, el cost del nou deute emès augmentaria de manera marcada, per damunt de l'1,7% al final del 2024. Com a referència, en aquest escenari, s'assumeix que el cost del deute a 10 anys puja fins al 2,55% al final del 2024,

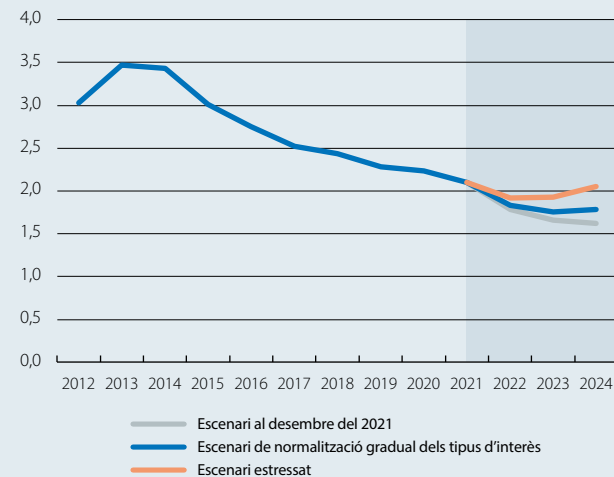
1. En concret, seria un augment addicional de 100 p. b. al llarg de la corba.
2. Els supòsits més importants que hem fet són: (i) cada any el Tresor emet deute per finançar el nou dèficit (estimat amb previsions pròpies) i per refinançar els venciments; (ii) l'estructura de venciments amb què emet el nou deute replica l'estructura temporal actual, i (iii) hem tingut en compte el refinançament de lletres que cal fer cada any.

Espanya: cost del deute de l'Estat en funció de les condicions financeres
(% del deute públic)



Notes: Cada any, el Tresor emet deute per finançar el nou dèficit (estimat amb previsions pròpies) i tot el que venç. L'estructura de venciments amb què emet el nou deute replica l'estructura temporal actual. Hem tingut en compte el refinançament de lletres que cal fer cada any.
Font: CaixaBank Research.

Espanya: factura dels interessos del deute públic
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research.

mentre que, al final de desembre, s'esperava que se situés al voltant de l'1,55%. En el tercer escenari, el cost del nou deute emès augmentaria de forma encara més accentuada, per damunt del 3,5% el 2024.

Això contrasta amb l'evolució del cost del deute en circulació, que, en tots els escenaris, es manté en cotes moderades. La diferència entre l'evolució del cost del deute en

circulació i en emissió s'explica, en bona part, perquè el major cost d'emissió és compensat pel venciment del deute que va ser emès fa anys a uns tipus superiors. Un altre factor que cal tenir en compte és l'augment dels venciments del deute dels últims anys. El 2021, la vida mitjana del deute públic espanyol es va situar, per primera vegada, per damunt dels vuit anys, un registre que s'hauria d'estabilitzar o que, fins i tot, podria augmentar lleugerament el 2022. El Tresor ha aprofitat les favorables condicions de finançament que prevalen des del 2014, gràcies a les polítiques monetàries no convencionals del BCE, per emetre en els trams més llargs de la corba a tipus molt baixos.

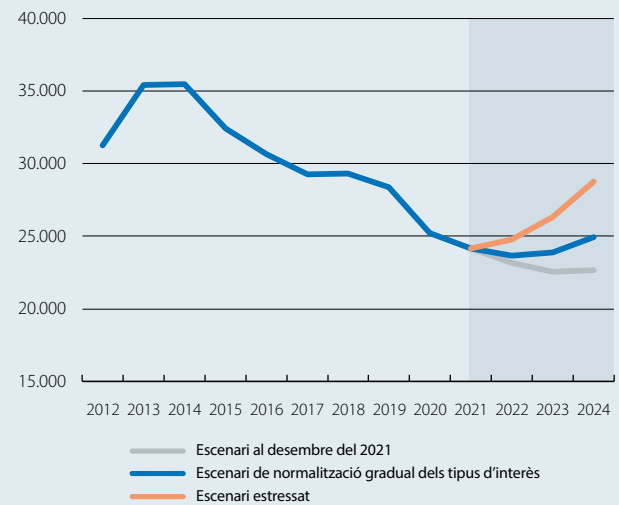
La factura dels interessos en percentatge del PIB: augment, ma non troppo

De la mateixa manera, és interessant analitzar la possible evolució de la càrrega dels interessos del deute públic en relació amb el PIB en els diferents escenaris. Concloem que, amb una probabilitat elevada, la càrrega del deute es mantindria en cotes baixes o moderades. En concret, en l'escenari de normalització gradual de les condicions financeres, la càrrega financera del deute públic en percentatge del PIB continuaria baixant fins al 2023 i s'estabilitzaria per sota del 2,0% el 2024. En l'escenari estressat, la factura dels interessos en percentatge del PIB augmentaria de manera moderada i se situaria al voltant del 2,0% el 2024, un nivell molt similar al del 2021 i clarament per sota del 3,0% del 2012, quan el deute públic en percentatge del PIB era molt inferior, malgrat que amb una tendència que dibuixaria un pendent elevat si es mantingués en els anys posteriors.

En definitiva, a curt termini, hi ha factors importants que atenuaran la pujada dels costos de finançament del deute públic. No obstant això, la tendència és cap a un cost del deute més elevat, i, malgrat que no sembla que, en els propers anys, això comporti un augment substancial de la càrrega financera del sector públic, serà essencial dissenyar una estratègia de consolidació fiscal gradual però sostinguda en el temps.

Javier Garcia-Arenas i Ricard Murillo Gili

Espanya: interessos del deute públic
(Milions d'euros)



Font: CaixaBank Research.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Indústria									
Índex de producció industrial	-9,4	8,6	3,0	27,9	1,8	1,8	1,3	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-14,0	0,4	-7,3	2,5	2,1	4,4	5,3	6,1	9,1
PMI de manufactures (valor)	47,5	57,0	53,0	59,2	58,9	56,9	56,2	56,2	56,9
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	-12,8	4,7	-19,1	-1,8	15,0	24,6	26,6	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-12,5	9,5	-17,3	0,6	22,2	32,3	34,6	...	...
Preu de l'habitatge	2,1	...	0,9	3,3	4,2	...	-	-	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	-36,9	-47,5	-85,5	-81,3	-52,7	29,6	64,4	117,8	...
PMI de serveis (valor)	40,3	55,0	44,3	58,8	59,6	57,4	55,8	46,6	56,6
Consum									
Vendes comerç al detall	-7,1	5,1	-0,4	20,4	-0,3	0,6	-2,3	...	...
Matriculacions d'automòbils	-29,3	158,0	12,7	661,0	-24,5	-17,1	-18,7	1,0	6,6
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,8	-13,3	-22,1	-11,1	-9,1	-10,8	-13,1	-12,0	-9,4
Mercat de treball									
Població ocupada ¹	-2,9	3,0	-2,4	5,7	4,5	4,3	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	15,5	14,8	16,0	15,3	14,6	13,3	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social ²	-2,0	2,5	-1,4	3,9	3,8	3,9	4,1	4,2	4,5
PIB	-10,8	5,0	-4,3	17,7	3,4	5,2	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
General	-0,3	3,1	0,6	2,6	3,4	5,8	6,6	6,1	7,4
Subjacent	0,7	0,8	0,4	0,1	0,8	1,7	2,1	2,4	3,0

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,0	21,2	-8,1	8,7	15,2	21,2	21,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,7	24,8	-14,0	3,3	13,5	24,8	24,8	...	...
Saldo corrent	9,3	8,4	8,3	9,4	11,6	8,4	8,4	...	...
Béns i serveis	16,5	17,1	16,0	17,0	19,7	17,1	17,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	-7,3	-8,6	-7,6	-7,7	-8,2	-8,6	-8,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	13,7	18,3	12,7	15,7	19,7	18,3	18,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers³

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	6,1	8,9	4,9	4,8	5,7	6,3	5,6	...
A la vista i estalvi	12,3	10,3	14,1	9,2	8,9	9,2	9,8	8,8	...
A termini i preavis	-16,5	-24,4	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	-27,8	-27,5	...
Dipòsits d'AP	1,0	15,5	11,2	16,3	15,1	19,5	20,3	20,1	...
TOTAL	7,1	6,7	9,1	5,5	5,5	6,6	7,2	6,4	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	1,2	0,3	2,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,5	0,2	...
Empreses no financeres	4,9	1,1	7,8	-0,7	-1,9	-0,9	0,5	-0,4	...
Llars - habitatges	-1,8	0,2	-1,0	0,0	0,6	1,0	1,2	1,2	...
Llars - altres finalitats	0,8	-1,2	-1,8	-0,7	-1,2	-1,2	-1,5	-1,1	...
Administracions públiques	3,0	15,3	9,5	17,4	22,7	11,6	5,6	3,8	...
TOTAL	1,3	1,1	2,7	0,6	0,7	0,6	0,8	0,4	...
Taxa de morositat (%)⁴	4,5	4,3	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	...	...

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.

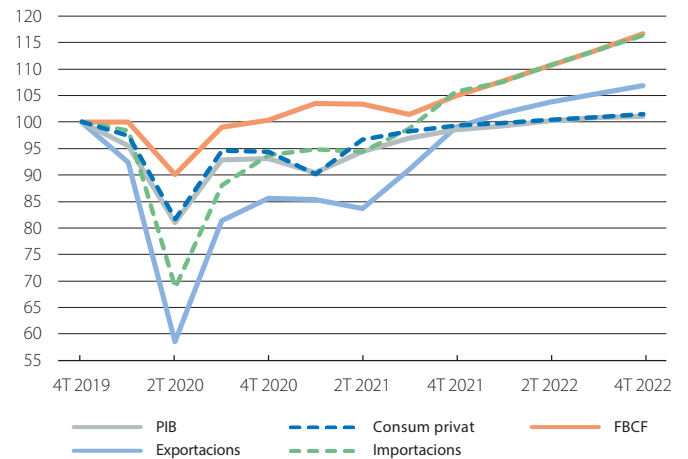
Dinàmica molt positiva de l'activitat portuguesa frustrada pel conflicte d'Ucraïna

El PIB va créixer el 4,9% el 2021, la qual cosa va reduir la bretxa amb el 2019 fins al 3,9%, i la dinàmica per al 2022 va començar l'any relativament forta. El creixement es va veure beneficiat per la significativa recuperació de la demanda interna i també per l'aportació de les exportacions (5 p. p.). Malgrat que els indicadors per al 2022 encara són escassos, presenten una tendència positiva que apuntava que, en un context de normalitat internacional, enguany l'economia es podria comportar millor del que s'havia previst inicialment (el 4,9% el 2022). Així, en la primera meitat del trimestre, l'indicador diari d'activitat va créixer el 3,7% interanual. De la mateixa forma, al gener, els pagaments amb targetes electròniques es van situar el 9% per damunt dels nivells del gener del 2020 (abans de la pandèmia), i els indicadors de sentiment (els resultats són anteriors a la invasió russa d'Ucraïna) van registrar millores notables al febrer, malgrat l'impacte negatiu de l'escassetat de primeres matèries i de mà d'obra. No obstant això, l'esclat del conflicte a Ucraïna ha introduït un grau d'incertesa molt elevat, amb riscos a la baixa, a causa de l'encariment dels productes energètics al mercat internacional i del previsible refredament de l'activitat als principals socis comercials, en especial als països del centre d'Europa. En aquest context, el sentit de la revisió de la nostra previsió anterior d'un creixement del PIB del 4,9% el 2022 és ara més incert, de manera que optem per mantenir l'escenari i esperar a disposar d'una visió més completa de les conseqüències de la situació actual.

Riscos d'inflació a l'alça. La primera estimació de l'IPC del febrer confirma la senda alcista dels últims mesos: la inflació va assolir el 4,2% (el 3,3% al gener). L'encariment de l'energia i la transmissió a altres béns continuen sent el principal risc a l'alça per al 2022. A conseqüència de la invasió russa d'Ucraïna, els preus del Brent i del gas han augmentat de forma molt significativa, en un moment en què les cadenes de proveïment encara no estan normalitzades i els problemes de subministrament d'algunes primeres matèries són un dels principals obstacles per a la producció industrial.

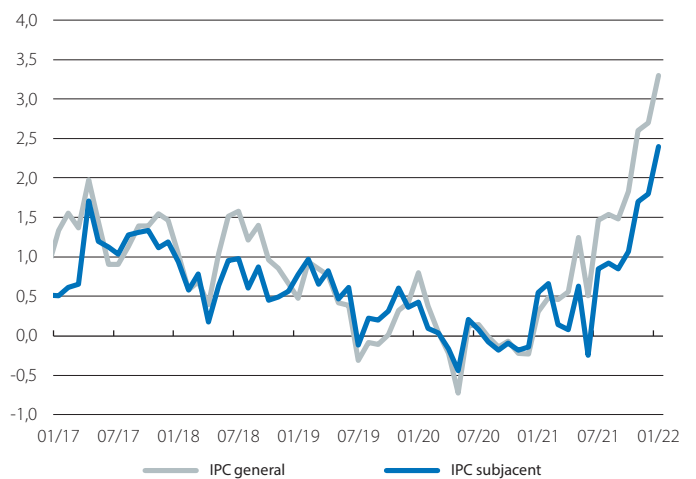
Balanç molt positiu del mercat laboral el 2021, després del deteriorament de l'any anterior. L'ocupació va tancar el 2021 amb un augment de 148.400 persones, el nombre d'aturats va disminuir en 42.600, i la taxa d'atur va recular fins al 6,3% des del 7,3% del final del 2020. Milloren així els nivells anteriors a la pandèmia: hi ha 93.100 llocs de treball més i 21.800 aturats menys que en el 4T 2019. L'augment de l'ocupació s'ha estès tant al sector privat com al públic: l'ocupació privada supera, al final del 2021, el nivell anterior a la pandèmia en 133.700 persones, i l'ocupació pública va continuar per damunt dels nivells previs a la COVID en gairebé 14.600 empleats, la qual cosa s'explica, en part, per les necessitats derivades de la pandèmia (per exemple, de professionals sanitaris).

Portugal: evolució del PIB i dels seus components
Índex (100 = 4T 2019)



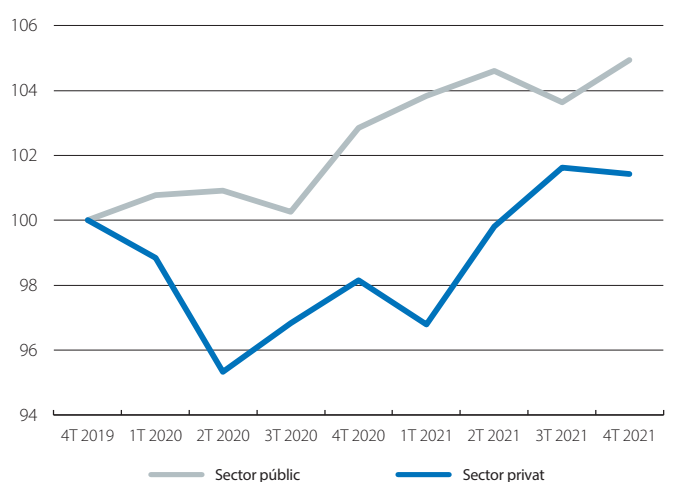
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: IPC
Variació interanual (%)



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

Portugal: ocupació als sectors públic i privat
Índex (100 = 4T 2019)



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

Dèficit de la balança per compte corrent relativament estable el 2021.

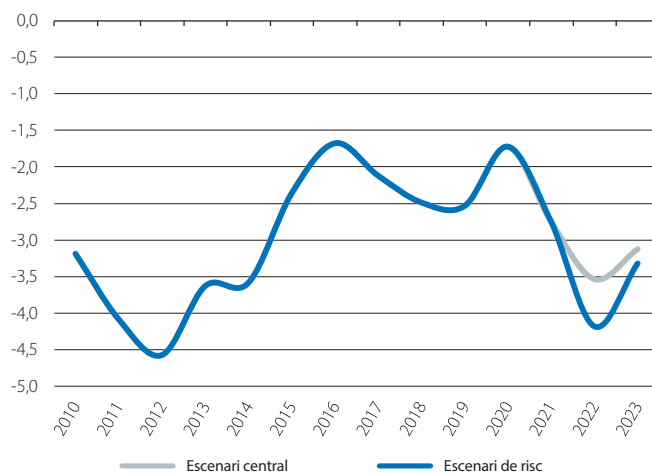
En l'últim any, el dèficit de la balança per compte corrent va pujar a 2.403 milions d'euros (el -1,1% del PIB), un empitjorament de 265 milions en relació amb el 2020. Per components, destaquen les millores dels superàvits de la balança turística (1.396 milions més que el 2020) i de la balança de rendes secundàries (+1.245,5 milions), arran de l'augment dels fons europeus rebuts. No obstant això, aquestes millores van ser insuficients per compensar el petit deteriorament de la balança de béns no energètics, la lleugera contracció del superàvit dels serveis no turístics i el significatiu empitjorament del dèficit energètic. Aquest últim va augmentar fins als 5.930 milions d'euros (2.378 milions més que el 2020), a causa de l'augment dels preus dels béns energètics importats, en especial del cru. Les quantitats importades de combustibles van registrar variacions de l'1,9%, mentre que els preus (IVUS) de les importacions energètiques van augmentar en gairebé el 60%.

Turisme: recuperació desigual. Malgrat la positiva evolució del nombre de turistes el 2021, amb un avanç del 40% en relació amb el 2020, la recuperació no ha estat uniforme entre regions i entre tipus d'allotjament. De fet, l'Àrea Metropolitana de Lisboa (AML) és la gran perdedora. Els ingressos als establiments d'allotjament turístic de l'AML són els més allunyats dels nivells previs (el -61% en relació amb el 2019), i, el 2021, el nombre d'hostes va ser encara el 58% inferior al del 2019, quan, al conjunt del país, se situava el 46% per sota. Aquests números s'explicarien per dos factors: (i) el major pes dels turistes estrangers en aquesta regió, en comparació amb la resta, i (ii) el fet de ser també la principal regió emissora de turistes residents, que van triar viatjar a zones del país amb menys aglomeració de persones i menys afectades per la pandèmia. Pel que fa als tipus d'allotjament, també hi ha diferències clares: el turisme rural i familiar va ser l'estrella i, el 2021, només va presentar el 5% menys de pernотacions que el 2019, xifres força per damunt del conjunt de l'hoteleria (el -48% de pernотacions en el conjunt de l'any en relació amb el 2019).

Les noves operacions de crèdit a les empreses van caure el 2021, l'11,4% interanual, la qual cosa s'explica per les noves operacions de crèdit a les empreses (el -33,5%), un comportament degut, en part, a aquest efecte comparació amb l'elevat volum de línies de crèdit amb garantia de l'Estat que es van concedir durant el 2020. Corregint aquest impacte, les noves operacions a les empreses van recular el 9,9%. Per la seva banda, les noves operacions de crèdit a l'habitatge van mantenir un fort dinamisme (el +34% en relació amb el 2020), malgrat quedar lluny del màxim registrat el 2007. D'altra banda, la pandèmia continua tenint un impacte negatiu sobre els nivells d'endeutament del sector no financer, ja que, al final del 2021, es va situar gairebé en 768.100 milions d'euros (el 363% del PIB). Aquest import representa més de 42.745 milions d'euros en relació amb el final del 2019, i més del 60% d'aquest augment deriva de l'empitjorament de l'endeutament del sector públic no financer a conseqüència dels esforços per combatre la pandèmia. Mentrestant, la cartera de crèdit del sector privat no financer va augmentar el 3,0% interanual al gener.

Portugal: saldo de la balança energètica

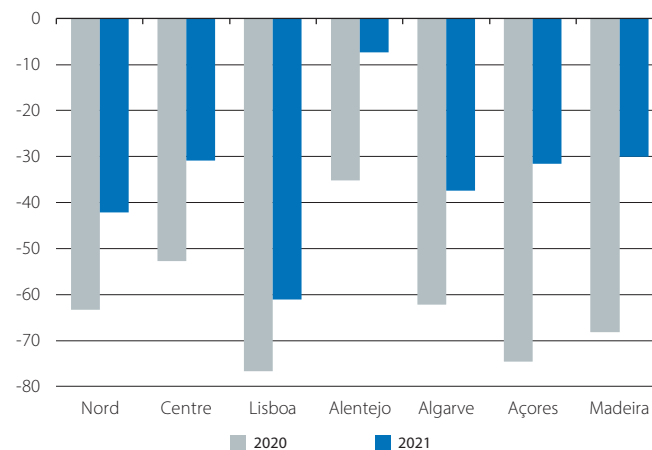
(% del PIB)



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

Portugal: ingressos en establiments d'allotjament turístic per regió

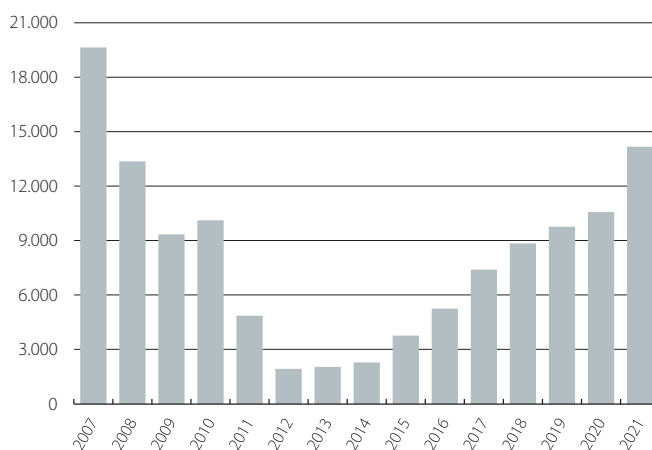
Variació en relació amb el 2019 (%)



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

Portugal: noves operacions de crèdit a l'habitatge

Acumulat de l'any (milions d'euros)



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

Productivitat a Portugal: ingredient màgic o plat principal?

És habitual trobar als mitjans de comunicació referències a la productivitat com l'«ingredient màgic» per a la resolució de molts problemes econòmics i com la manera de reduir la distància salarial de la població portuguesa en relació amb la dels socis europeus. No obstant això, la productivitat no és un ingredient, sinó un resultat, i parlem poc de la seva naturalesa i dels seus fonaments. Veurem què s'entén per productivitat, com mesurar-la i la posició de Portugal en el context internacional.

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

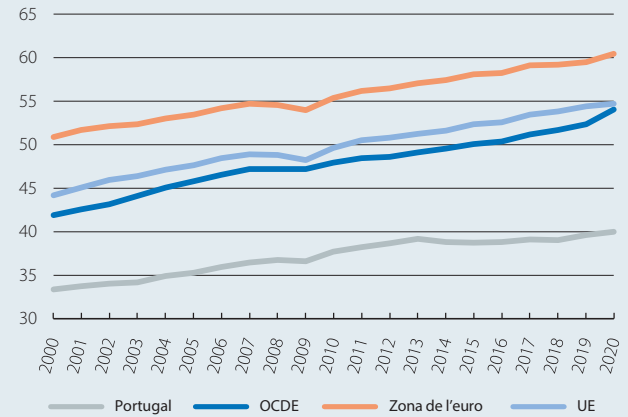
El treball és un dels factors productius més importants, i la relació de la quantitat del factor treball utilitzat per generar una unitat de PIB és la més àmpliament utilitzada per mesurar la productivitat. L'indicador elaborat per l'OCDE, que divideix el PIB d'una economia per les hores treballades, expressa el valor creat per unitat de treball utilitzat (les hores de treball) i és més precís que les mesures que relacionen l'output amb el nombre de treballadors. Tal com s'observa al primer gràfic, existeix una bretxa entre el nivell de productivitat portuguès i el de la UE i el dels països de l'OCDE. El 2020 (últim any amb dades disponibles), el PIB per hora treballada portuguès era el 73% del valor registrat a la UE i només el 66% del dels països de la zona de l'euro. Més preocupant que la distància existent és constatar que ha augmentat en els últims temps, de manera que, a Portugal, la productivitat ha crescut menys que en les altres economies analitzades. En concret, a Portugal, la productivitat ha augmentat el 20% des del 2000, en relació amb el 29% de l'OCDE i el 24% de la UE.

Així, una de les claus per augmentar el creixement de la productivitat és el nivell de capital humà d'una economia. Els treballadors amb un nivell educatiu més alt i tècnicament més qualificats són més productius.¹ Un altre element clau és l'evolució del capital productiu per empleat. En aquest aspecte, Portugal també surt mal parada quan el comparem amb la resta de països de la zona de l'euro, ja que es troba en la 14a posició entre 19 països. L'acumulació de capital productiu es realitza a través de la inversió, i, també en aquest aspecte, Portugal queda lluny de la UE:

1. Vegeu Gouveia, A., Santos, S. i Gonçalves, I. (2017), «The impact of structural reforms on productivity: the role of the distance to the technological frontier», OECD Productivity Working Papers, 2017-08, OECD Publishing, París. Aquest estudi demostra l'augment de la productivitat a llarg termini a conseqüència de les inversions/reformes en educació.

Portugal: PIB per hora treballada

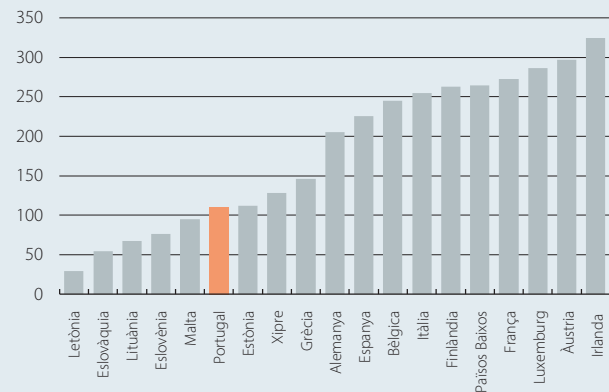
(En dòlars)



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

Portugal: dotació d'estoc de capital net per empleat

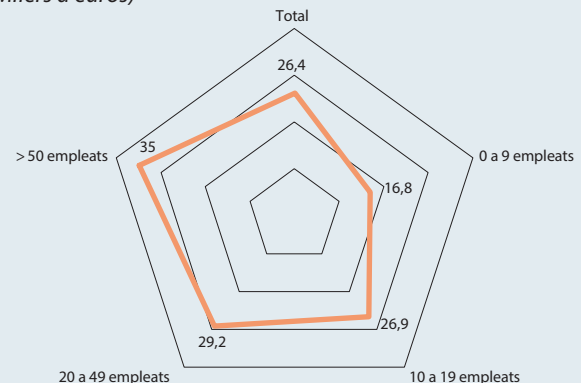
(Milers d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del 2021 de l'AMECO.

Portugal: VAB per empleat en funció de la dimensió de l'empresa

(Milers d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (2019).

el 2020, la formació bruta de capital fix (sense els actius de construcció) va representar el 8,6% del PIB, en relació amb l'11,2% de la UE. Cal destacar, pel costat positiu, el major percentatge de l'FBCF dedicada als actius d'equipaments de tecnologies de la informació i la comunicació en relació amb la UE (el 4,6%, en relació amb el 3,3% del 2019), tan rellevants en el context actual de transició digital.

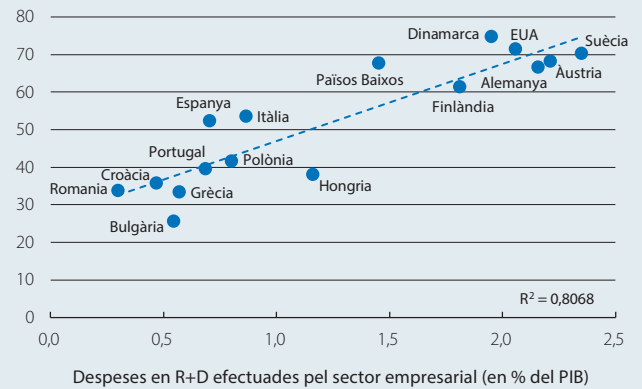
Una menor intensitat de capital pot significar menys «eines» al servei del treballador i menys productivitat general. No obstant això, cal introduir alguns matisos. En primer lloc, cal tenir en compte que un teixit productiu flexible, capaç de substituir el factor capital pel factor treball, si aquest últim és abundant i barat, també pot explicar una menor intensitat de capital. En segon lloc, l'augment de la productivitat general d'una economia també es pot donar pel desplaçament dels factors productius, en concret el treball, de sectors menys productius a uns altres més productius, fins i tot sense que s'alteri la intensitat de capital. Naturalment, aquest segon aspecte és més difícil a mesura que augmenta la rigidesa al mercat laboral. A més a més, s'observa que, durant els períodes en què hi ha una major dificultat per contractar treballadors i en què les economies s'acosten a la plena ocupació, les empreses tendeixen a utilitzar millor la tecnologia que ja posseeixen. És a dir, davant la impossibilitat d'afegir el factor treball o del seu encariment, s'aprofita millor el potencial de la infraestructura tecnològica existent.

D'altra banda, un aspecte clau en la productivitat és la dimensió de les empreses. A Portugal, el nivell de productivitat de les grans empreses és més del doble que el de les microempreses. Diversos estudis destaquen que les grans empreses són més propenses a invertir en actius intangibles i subratllen aquesta inversió com un catalitzador de l'augment de la productivitat.² De fet, hi ha diversos aspectes que contribueixen a una major productivitat i que, en ser «intangibles», apareixen moltes vegades com a costos intermedis i no com a inversió: els models de gestió i d'eficiència organitzacional, el màrqueting, el valor de la marca, les bases de dades, la formació específica desenvolupada internament o el *software* són exemples d'això. En economies molt desenvolupades i properes a la frontera tecnològica, aquests aspectes són encara més determinants en el creixement de la productivitat. Així, quan parlem del futur de la productivitat a Portugal, també ens hem de fixar en altres aspectes que permeten que les empreses tinguin èxit en aquest context i observar nous indicadors. En aquest sentit, alguns exemples són el percentatge del PIB assignat a la recerca i al desenvolupament

2. Vegeu Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. et al. (2018), «Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth», Journal of Infrastructure, Policy and Development.

Portugal: relació entre productivitat i despeses en R+D

PIB per hora treballada (en dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de les últimes dades de l'OCDE per als dos indicadors.

(sobretot al sector privat), el percentatge de volum de negoci de les empreses que es destina a CAPEX en actius intangibles, els recursos humans relacionats amb l'R+D per milió d'habitants i la proporció d'aquests recursos destinada al sector privat, el registre de patents, etc.

La millora substancial de la productivitat a l'economia portuguesa exigeix posar l'èmfasi en el triangle format per l'educació (augmentar la formació en àrees capdavanteres), l'atracció d'inversió estrangera (realitzada, normalment, per grans empreses, que exposi l'economia nacional a la competitivitat externa i aporti coneixement i capital a un teixit econòmic amb una capitalització baixa) i la innovació (no solament dels productes i dels serveis, sinó també dels processos i dels models de negoci).

Tiago Belejo Correia

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Índex coincident d'activitat	-5,4	2,6	-2,1	2,4	4,8	5,3	5,4	5,5	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-6,9	4,4	-0,8	25,0	-4,7	-1,9	0,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-15,8	-5,7	-13,6	-5,0	-1,5	-2,7	-2,1	-1,5	-0,5
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	0,7	10,9	48,4	-28,6	-1,8	-9,9	-6,3	...	...
Compravenda d'habitatges	-5,7	...	0,5	58,3	25,1	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,3	8,6	6,2	8,5	8,7	11,0	11,2	...	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	-76,2	52,0	-86,7	-74,2	-38,7	52,0	52,0	...	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	-21,6	-2,9	-19,1	-9,9	5,5	11,9	14,0	10,7	9,1
Consum									
Vendes comerç al detall	-3,0	4,5	-7,5	16,0	2,8	6,7	6,6	10,9	...
Indicador coincident del consum privat	-6,1	4,5	-0,8	4,8	7,4	6,8	6,2	5,6	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,4	-17,2	-24,4	-17,3	-13,6	-13,5	-16,4	-18,7	-17,1
Mercat de treball									
Població ocupada	-1,9	2,8	-1,3	4,5	4,7	3,1	3,6	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	7,0	6,6	7,1	6,7	6,1	6,3	5,9	...	...
PIB	-8,4	4,9	-5,3	16,5	4,4	5,8	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
General	0,0	1,3	0,4	0,8	1,5	2,4	2,7	3,3	4,2
Subjacent	0,0	0,8	0,5	0,2	0,9	1,5	1,8	2,4	3,2

Sector exterior

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,3	18,1	-8,0	9,5	13,4	18,1	18,1	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,8	21,1	-15,7	1,8	10,3	21,1	21,1	...	...
Saldo corrent	-2,1	-2,4	-1,6	-1,6	-1,9	-2,4	-2,4	...	...
Béns i serveis	-3,9	-5,6	-3,5	-4,1	-4,4	-5,6	-5,6	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,7	3,2	1,9	2,5	2,5	3,2	3,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	0,0	1,4	0,5	0,6	1,5	1,4	1,4	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	10,0	9,3	10,5	8,6	8,7	9,3	9,3	9,1	...
A la vista i estalvi	18,8	16,3	18,5	15,3	15,5	16,3	16,3	15,7	...
A termini i preavis	1,2	1,2	2,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,4	...
Dipòsits d'AP	-21,0	-4,1	-23,6	-15,0	-5,2	-4,1	-4,1	-1,6	...
TOTAL	8,9	9,0	9,2	7,7	8,2	9,0	9,0	8,8	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	4,6	2,9	5,1	4,4	4,2	2,9	2,9	3,0	...
Empreses no financeres	10,5	2,2	11,0	7,2	5,8	2,2	2,2	2,6	...
Llars - habitatges	2,1	3,3	2,7	2,6	3,3	3,3	3,3	2,9	...
Llars - altres finalitats	-1,1	3,1	-1,2	3,0	3,2	3,1	3,1	4,1	...
Administracions públiques	-4,2	3,8	-5,1	4,5	4,1	3,8	3,8	4,5	...
TOTAL	4,2	2,9	4,7	4,4	4,2	2,9	2,9	3,0	...
Taxa de morositat (%)²	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 Refinitiv.

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

Et recomanem:

El boom dels béns tecnològics: canvi de tendència o amor d'estiu?

En el Dossier del mes de febrer s'analitza la resistència en la demanda de béns tecnològics durant la pandèmia. Es tracta d'un canvi en els patrons de consum que podria tenir una certa continuïtat.



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

Analitzem els rebuts d'electricitat particulars domiciliats a CaixaBank per veure com va afectar l'augment dels preus en l'economia de les famílies espanyoles.



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 de Turisme 1S 2022

Gràcies a l'intens procés de recuperació que va experimentar el sector turístic a l'estiu, els indicadors d'activitat turística publicats fins al mes de desembre no mostraven senyals d'esgotament. No obstant això, aquesta bona tendència ha d'afrontar de nou una nova onada de contagis.



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.



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

