

# IM06

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 468 | JUNY 2022



## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER GLOBAL

---

*Temps de canvi per a la política econòmica*

*Sobre la reducció del balanç dels bancs  
centrals*

*La pujada de tipus a la zona de l'euro,  
a examen*

*A Portugal, la inflació moderarà la taxa  
d'estalvi de les famílies*

## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER A ESPANYA

---

*La bona dinàmica del mercat laboral  
espanyol*

*El Pla d'Estabilitat 2022-2025: ajust del dèficit  
públic gràcies al cycle econòmic*

*Bones perspectives per al sector turístic*

*Tendències a llarg termini de la inversió  
a Espanya*

*Tendències a curt termini de la inversió  
a Espanya*

## INFORME MENSUAL

Juny 2022

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

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto: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/)

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

31 de maig de 2022

## ÍNDEX

### 1 EDITORIAL

### 3 LES CLAUS DEL MES

### 4 PREVISIONS

### 7 MERCATS FINANCERS

#### 9 *Sobre la reducció del balanç dels bancs centrals*

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

#### 14 *La pujada de tipus a la zona de l'euro, a examen*

Eduard Llorens i Jimeno i Rita Sánchez Soliva

### 18 ECONOMIA ESPANYOLA

#### 20 *El Pla d'Estabilitat 2022-2025: ajust del dèficit públic gràcies al cicle econòmic*

Javier Garcia-Arenas

#### 22 *Bones perspectives per al sector turístic*

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

#### 24 *Tendències a llarg termini de la inversió a Espanya*

Oriol Carreras

#### 26 *Tendències a curt termini de la inversió a Espanya*

Oriol Carreras

### 29 ECONOMIA PORTUGUESA

#### 31 *A Portugal, la inflació moderarà la taxa d'estalvi de les famílies*

Teresa Gil Pinheiro

## La bona dinàmica del mercat laboral espanyol

La pluja de mals auguris que pressent el difícil context que ens ha tocat viure amaga una realitat molt més esperançadora: la bona dinàmica del mercat laboral espanyol. La seva evolució recent no para de sorprendre'ns, i de manera positiva. Val la pena destacar-ho.

El primer que crida l'atenció és la velocitat a la qual s'ha recuperat l'ocupació. Quan va esclatar la pandèmia, l'ocupació es va enfonsar (recordem que, entre l'abril i el maig del 2020, prop de 3 milions de persones van deixar de treballar de la nit al dia), però, de llavors ençà, s'ha recuperat de forma gairebé ininterrompuda. Al maig d'enguany, ja hi havia prop d'un milió més de persones treballant que abans de l'arribada de la COVID. L'ocupació ha mantingut una tendència molt positiva, i, avui, el nombre de persones afiliades a la Seguretat Social que estan treballant ja és el més elevat de la història. Aquesta anotació, per si sola, ja hauria de propiciar un to mínimament positiu en qualsevol anàlisi de la realitat econòmica actual.

Naturalment, no totes les notícies són igual de positives. L'augment dels preus, especialment intens en l'electricitat i en els carburants, i que s'està generalitzant al conjunt dels béns i de serveis que consumim, està erosionant la capacitat de compra de les llars. Els ingressos salarials per treballador van augmentar un 2,4% interanual a l'abril, segons l'indicador en temps real de CaixaBank Research, mentre que la taxa d'inflació general va escalar fins al 8,7% al maig. No obstant això, cal destacar que els ingressos salarials totals, que tenen en compte l'evolució per treballador i el creixement del nombre d'empleats, estan augmentant de forma més dinàmica, gràcies a l'elevat ritme de creació d'ocupació. En el 1T, aquest agregat va augmentar un 7,2% interanual. Entre el 2022 i el 2023, es podrien crear més de 800.000 llocs de treball, i la taxa d'atur es podria acostar al 12%, un nivell elevat, però que no s'assolia des del 2008. La inflació, en canvi, s'espera que es moderi de manera notable l'any vinent, fins a cotes no tan allunyades del 2%.

Mantenir un dinamisme elevat de l'ocupació és especialment rellevant, perquè augmenta els ingressos salarials de les persones que es troben en una situació més vulnerable. El millor reflex d'aquesta dinàmica és el ràpid descens de la desigualtat al qual estem assistint. Segons el Monitor de Desigualtat en temps real de CaixaBank Research ([www.inequality-tracker.caixabankresearch.com](http://www.inequality-tracker.caixabankresearch.com)), la desigualtat mesurada amb els ingressos salarials ja s'ha reduït fins als nivells previs a la crisi. Fins i tot els col·lectius que més han patit durant la pandèmia, com els joves, les persones nascudes fora d'Espanya o les dones, presenten nivells de desigualtat molt similars i, en alguns casos, inferiors als que presentaven abans de la pandèmia.

La recuperació del mercat laboral també està tenint un elevat impacte social, perquè és generalitzada a nivell geogràfic i entre sectors i perquè l'ocupació que s'està creant és de més qualitat. Anem a pams. Aquesta no ha estat una crisi en què amplis col·lectius de la població s'hagin quedat enrere. Avui dia, totes les comunitats autònomes registren ja nivells d'ocupació superiors als que tenien abans de l'esclat de la pandèmia. També tots els sectors han superat ja les referències prèvies a la pandèmia. A més a més, en alguns casos, se situen en nivells clarament superiors als que presentaven fa dos anys i, per tant, han guanyat protagonisme. En aquest sentit, destaquen sectors com les activitats professionals, científiques i tècniques o els sectors de la informació i les comunicacions. Però, més enllà dels casos puntuals, podem afirmar que, en els dos últims anys, han guanyat pes aquells sectors en què el salari mitjà és més elevat. Finalment, cal destacar l'elevat dinamisme de la contractació indefinida, de manera que la taxa de temporalitat s'ha reduït en 5 p. p. enguany i se situa ja en el 22%, tot i que és cert que una bona part d'aquesta reducció és deguda a la substitució de contractes temporals per fixos discontinus.

En el context actual, pot sorprendre la bona dinàmica del mercat laboral espanyol. I, certament, no tot són bones notícies. La taxa d'atur continua sent inacceptablement elevada. La taxa de temporalitat, malgrat la dinàmica recent, es manté encara per damunt dels estàndards europeus, i hi ha diversos col·lectius que continuen copant les feines més precàries. La llista de coses que cal millorar és molt més llarga, però, quan apareix un raig de llum enmig de la pluja de mals auguris, cal destacar-ho.

Oriol Aspachs  
Juny 2022

## Cronologia

### MAIG 2022

- 7** Els talibans reintrodueixen el vel islàmic obligatori per a les dones.
- 22-26** Fòrum Econòmic Mundial a Davos.
- 25** Nou tiroteig massiu als EUA en una escola de primària.

### MARÇ 2022

- 1-31** Prossegueixen la guerra a Ucraïna, les negociacions de pau i les sancions.  
Crisi de refugiats (més de 4 milions d'ucraïnesos s'han refugiat fora d'Ucraïna).
- 23** Els talibans mantenen el veto a l'educació secundària de les dones.

### 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.

### ABRIL 2022

- 1-31** Continua la guerra russo-ucraïnesa mentre Rússia suspèn el subministrament de gas a Bulgària i a Polònia.  
La Xina confina nombroses ciutats arran del nou brot de COVID.
- 24** Emmanuel Macron és reelegit president de França.

### 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.

## Agenda

### JUNY 2022

- 2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
- 8** Portugal: xifra de negocis a la indústria (abril).
- 9** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 10** Espanya: ràting Fitch.
- 14-15** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 16** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
- 23** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).  
Portugal: preus de l'habitatge (1T).
- 23-24** Consell Europeu.
- 24** Espanya: comptabilitat nacional trimestral (1T).  
Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).  
Portugal: taxa d'estalvi de les llars (1T).
- 29** Espanya: avanç de l'IPC (juny).  
Portugal: ocupació i atur (maig).  
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
- 30** Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).  
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (maig).  
Portugal: taxa de morositat (1T).

### JULIOL 2022

- 1** Portugal: producció industrial (maig).
- 4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
- 5** Portugal: crèdit de nova concessió (maig).
- 11** Espanya: comptes financers (1T).  
Portugal: comerç internacional (maig).
- 15** Xina: PIB (2T).
- 21** Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
Portugal: crèdit al sector privat no financer (maig).
- 26** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
- 26-27** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 28** Espanya: enquesta de població activa (2T).  
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juliol).  
EUA: PIB (2T).
- 29** Espanya: avanç del PIB (2T).  
Espanya: avanç de l'IPC (juliol).  
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (juny).  
Portugal: avanç del PIB (2T).  
Zona de l'euro: PIB (2T).

## Temps de canvi per a la política econòmica

L'escenari econòmic global continua afrontant els efectes d'un triple xoc sobre l'oferta mundial (colls d'ampolla, conflicte bèl·lic i política de COVID zero) que manté tensionats els preus de les primeres matèries, continua deteriorant la confiança dels agents econòmics i ha encès els senyals d'alerta als mercats financers amb un augment de la volatilitat i amb fortes correccions en les cotitzacions. Malgrat tot això i malgrat l'escassa informació publicada del 2T, sembla que l'activitat es manté en territori positiu, gràcies al bon comportament del sector serveis, a la solidesa que continua mostrant el mercat laboral en un bon nombre de països i a l'excés d'estalvi acumulat en els dos últims anys. La incertesa continua pesant en l'ànim dels empresaris i dels inversors, però el cicle d'activitat mostra una elevada resiliència, tot i que queda molt partit per jugar abans d'acabar l'any.

En aquest context, els bancs centrals ja estan accelerant l'enduriment de les condicions financeres, per intentar eliminar pressions pel costat de la demanda, si més no mentre l'oferta continuï sotmesa a tota mena d'obstacles. Les pujades de tipus d'interès són generalitzades (amb algunes excepcions, com el cas del Japó), per intentar minimitzar el risc d'efectes de segona ronda que s'està intensificant amb l'aproximació de les lectures subjacents d'inflació al 5%, i fins i tot per damunt, en el cas dels EUA. No és fàcil anticipar el comportament de les dinàmiques de preus en un escenari tan atípic com l'actual, amb tants xocs interactuant alhora. El refredament de l'activitat i els efectes de base sobre els preus que cal esperar per al final d'enguany poden reduir de manera apreciable la distància amb els objectius dels bancs centrals. Però, probablement, no serà suficient, i, en tot cas, el risc és asimètric, perquè no serà senzill repartir de manera equitativa entre els agents (pacte de rendes) un deteriorament tan marcat de la renda com el que ja s'està produint.

Per tant, l'elevada incertesa que continua caracteritzant l'escenari econòmic afectarà especialment la política monetària, que pot passar-se o quedar-se curta a l'hora d'abordar un problema inesperat, en especial si tenim en compte els retards amb què funciona. No obstant això, el que és clar és que, a curt termini, no és senzill que la política monetària aconseguixi restaurar l'equilibri entre l'oferta i la demanda. En qualsevol cas, el viratge monetari que es ve produint des de l'inici d'enguany era indispensable per mantenir ancorades les expectatives de preus dels agents, en un context de contínues sorpreses negatives en la inflació. En aquest entorn, la principal novetat de les últimes setmanes és el canvi en l'estratègia del BCE, que, en

anticipar sengles pujades de tipus a les reunions del juliol i del setembre, ha reflectit que la balança de riscos començava a ser una amenaça clara per al seu objectiu d'inflació a mitjà termini. El preanunci ha servit per frenar el deteriorament que estava experimentant la cotització de l'euro enfront del dòlar, que s'aproximava a la paritat. En un món sotmès a transformacions de tota mena i en què, no fa tant, hi havia l'amenaça larvada d'una guerra de divises, sembla que els bancs centrals tornen a tenir en compte la fortalesa dels tipus de canvi, per l'efecte positiu sobre la inflació i per la confiança que transmet a uns inversors molt castigats des del principi de l'any per les correccions experimentades tant al mercat de bons com al de renda variable, que anul·len la immunització de les estratègies tradicionals de diversificació de carteres.

Amb la política monetària dirigint-se, almenys, cap a zona neutral, la qual cosa pot comportar nivells de tipus d'interès d'arribada a la zona del 2,75%-3% als EUA i de l'1,25%-1,75% a Europa, la gran incògnita és el paper que pot i que ha de jugar el costat fiscal i, per tant, si la resposta de la política econòmica serà equilibrada o no. Després de la lògica resposta inicial al xoc energètic provocat pel conflicte bèl·lic, sembla que les polítiques pressupostàries són en terra de ningú entre els efectes dels paquets fiscals aprovats fa dos anys, els dubtes sobre els passos que cal fer a curt termini i el temor al risc de fragmentació. Una cosa lògica, tenint en compte que el procés de normalització monetària comportarà un canvi en les regles del joc i una major atenció dels inversors a la solvència fiscal, com ja estem veient amb la pujada de la prima de risc italiana. De la mateixa manera, malgrat que l'any vinent es mantindrà suspesa l'aplicació del Pacte d'Estabilitat a Europa, la recomanació és tornar a una política fiscal neutral (amb la despesa creixent menys que el creixement potencial) mentre es perfilen les noves regles que entraran en vigor el 2024. En tot cas, mantenir un to fiscal marcadament expansiu en un context com l'actual limitaria l'efectivitat de la política monetària per atacar el problema inflacionista. I l'experiència històrica ens diu que és bo que les polítiques monetària i fiscal vagin de braçat.

**José Ramón Díez**

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
<b>TIPUS D'INTERÈS</b>							
<b>Dòlar</b>							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	2,75	3,00
Líbor 3 mesos	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	2,90	2,95
Líbor 12 mesos	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	3,40	3,25
Deute públic 2 anys	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	2,75	2,60
Deute públic 10 anys	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,15	3,10
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,25	1,00
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,75	1,50
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,35	1,35
Euríbor 1 mes	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,35	1,32
Euríbor 3 mesos	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	0,43	1,37
Euríbor 6 mesos	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	0,65	1,39
Euríbor 12 mesos	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,88	1,42
<b>Alemanya</b>							
Deute públic 2 anys	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	0,90	1,45
Deute públic 10 anys	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,25	1,85
<b>Espanya</b>							
Deute públic 3 anys	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,51	2,01
Deute públic 5 anys	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	1,72	2,21
Deute públic 10 anys	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	2,45	2,85
Prima de risc	11	171	71	62	73	120	100
<b>Portugal</b>							
Deute públic 3 anys	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	1,62	2,18
Deute públic 5 anys	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	1,88	2,38
Deute públic 10 anys	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	2,45	2,85
Prima de risc	19	334	67	60	65	120	100
<b>TIPUS DE CANVI</b>							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,10	1,18
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,84
<b>PETROLI</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	100,5	85,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	92,3	72,4

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

### Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CREIXEMENT DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	2,9	-3,1	6,1	3,2	3,7
<b>Països desenvolupats</b>	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	2,3
Estats Units	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,4	1,9
Zona de l'euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,6	3,0
Alemanya	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,9	1,2	2,8
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	7,0	2,8	2,3
Itàlia	1,5	-0,4	0,5	-9,1	6,6	2,4	2,0
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	6,6	2,0
Espanya	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	3,8
Japó	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	1,7	1,6
Regne Unit	2,6	1,3	1,7	-9,3	7,4	3,6	0,1
<b>Països emergents i en desenvolupament</b>	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,8	3,6	4,7
Xina	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	3,7	5,2
Índia	7,2	7,0	4,5	-6,7	9,0	7,5	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
Mèxic	2,4	2,1	-0,2	-8,2	4,8	1,9	2,3
Rússia	7,2	1,2	2,2	-2,7	4,8	-8,1	-0,3
Turquia	5,5	4,9	0,9	1,8	11,0	3,3	3,9
Polònia	4,2	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,7	3,3
<b>INFLACIÓ</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,1	4,2
<b>Països desenvolupats</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	5,9	2,2
Estats Units	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,0	2,5
Zona de l'euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	6,8	2,3
Alemanya	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	6,9	2,4
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,2	1,7
Itàlia	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,2	1,9
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
Espanya	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	6,8	1,1
Japó	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	1,5	0,8
Regne Unit	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	6,8	2,5
<b>Països emergents</b>	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,0	5,6
Xina	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	2,1	1,8
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	5,4	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	8,7	4,7
Mèxic	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	6,2	4,0
Rússia	14,2	8,2	4,5	3,4	6,7	14,0	7,5
Turquia	22,6	9,1	15,2	12,3	19,6	52,3	23,4
Polònia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	8,8	5,1

Previsions

Variació de la mitjana de l'any sobre la mitjana de l'any anterior (%), llevat que s'indiqui el contrari

### Economia espanyola

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	-0,2	5,2
Consum de les AP	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,6	0,3
Formació bruta de capital fix	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,6	4,7
Béns d'equipament	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	10,7	4,1
Construcció	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,6	5,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	1,4	3,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	13,0	2,1
Importació de béns i serveis	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	2,5
<b>Producte interior brut</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
<b>Altres variables</b>							
Ocupació	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	3,8	2,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,6	12,5
Índex de preus de consum	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	6,8	1,1
Costos laborals unitaris	3,0	0,3	3,1	4,9	1,1	2,2	2,2
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	-0,1	2,0	1,8	1,6	1,7	1,7
Saldo públic (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,8

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

Previsions

### Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregats macroeconòmics</b>							
Consum de les llars	1,7	0,3	3,3	-7,1	4,5	5,9	2,4
Consum de les AP	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,2
Formació bruta de capital fix	-0,4	-1,2	5,4	-2,7	6,4	5,1	6,7
Béns d'equipament	3,2	2,7	1,6	-6,2	12,5	-	-
Construcció	-1,5	-3,5	7,7	1,6	4,0	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,1	5,1	2,9
Exportació de béns i serveis	5,2	4,0	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,0
Importació de béns i serveis	3,6	2,5	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,9
<b>Producte interior brut</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Altres variables</b>							
Ocupació	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,7	0,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	5,9	5,7
Índex de preus de consum	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-1,1	-2,2	-1,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	0,1	1,2
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,6	0,1	-5,8	-2,8	-1,7	-0,7

Previsions



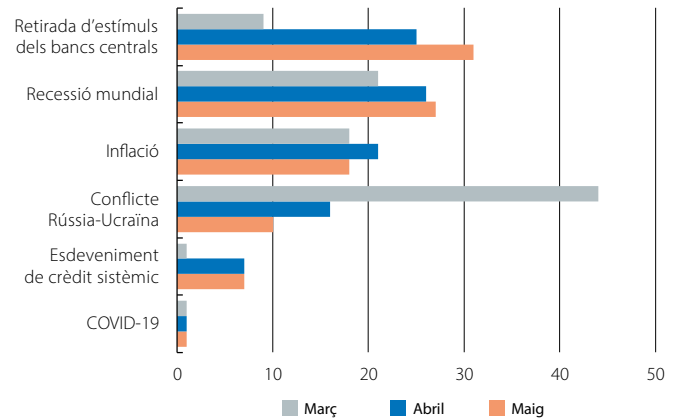
## Els temors de recessió sacsegen els mercats financers

**El sentiment de l'inversor es manté molt fràgil.** Els mercats financers van continuar operant en un escenari de molta incertesa i volatilitat. Després de tres mesos des de l'inici de la invasió russa a Ucraïna, el conflicte ha deixat de figurar com el principal factor de risc entre els inversors, que es mostren més preocupats pels senyals d'afebliment en la recuperació econòmica mundial i, principalment, per la urgència dels bancs centrals a l'hora de retirar els estímuls monetaris, atesa la persistència de les pressions inflacionistes. Els temors a un *hard landing* van alimentar una major demanda d'actius considerats refugi i una fugida generalitzada dels actius de risc. La turbulència als mercats està ocasionant un fort tensionament en les condicions financeres i s'ha convertit en un vent de cua addicional en el ja complicat panorama macroeconòmic mundial.

**Sell off borsari, apreciació del dòlar i correcció en els tipus sobirans.** En aquest context, les borses internacionals van recular de manera notable durant una gran part del mes de maig, una tendència que, malgrat tot, es va revertir en les últimes jornades del mes. La caiguda ha estat més intensa en els índexs nord-americans, on l'S&P 500 va acumular un descens del 14% des del pic de l'inici de l'any, equivalent a la meitat de les pèrdues acumulades durant la primera onada de la COVID-19 en la primavera del 2020. A Europa, el comportament ha estat més mixt, amb caigudes acumulades des del pic del 12% en el DAX alemany i del 4% en l'IBEX espanyol. La forta volatilitat es va reflectir també en una apreciació del dòlar, que va arribar a cotitzar en l'1,038 en relació amb l'euro, però que, amb posterioritat, va cedir i va tancar el mes al voltant de l'1,07. Per la seva banda, la rendibilitat del deute sobirà es va corregir de manera notable als EUA (-9 p. b., fins al 2,84%, per al bo amb venciment a 10 anys), però va augmentar a Alemanya (+18 p. b., fins a l'1,1%), mentre que les primes de risc del deute perifèric de la zona de l'euro es van ampliar.

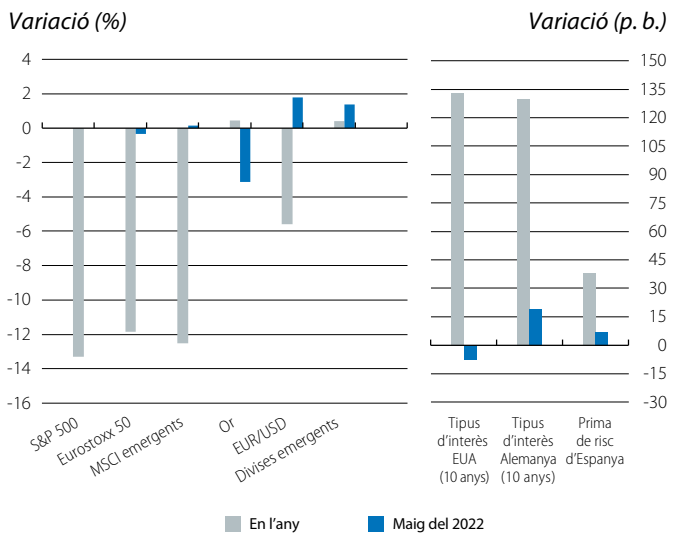
**Consens al BCE per pujar tipus al juliol.** A la zona de l'euro, la intensificació de les pressions inflacionistes va generar un enduriment en la narrativa del BCE per retirar les mesures d'expansió monetària. D'aquesta manera, les declaracions dels seus membres ja donen per fet que les compres netes d'actius cessaran durant el present trimestre i apunten a un consens per iniciar el cicle de pujada de tipus oficials al juliol. En un post a la pàgina del banc central, la seva presidenta, Christine Lagarde, va assenyalar que espera que el període de tipus negatius finalitzi tan aviat com en el 3T, tot i que va emfatitzar que el procés de normalització es realitzarà de manera gradual i amb flexibilitat. En canvi, els membres més *hawkish* del Consell de Govern han posat sobre la taula la possibilitat de pujades més agressives a curt termini, en línia amb el que cotitzen els implícits als mercats monetaris (pujades de 100 p. b. enguany).

### Enquesta: quin consideres que és el principal risc de cua als mercats financers? (% del total d'enquestats)



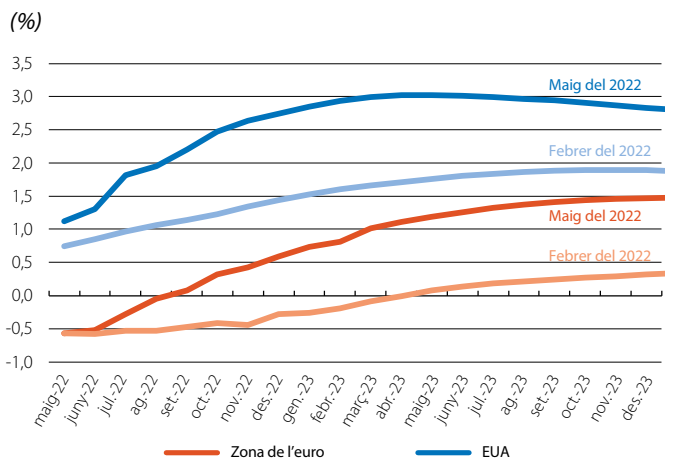
**Nota:** Enquesta realitzada entre 288 gestors d'actius en diferents països en les primeres setmanes del mes de referència.  
**Font:** Bank of America Global Fund Manager Survey.

### Variables financeres seleccionades



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

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



**Nota:** Forwards sobre l'EFFR i sobre el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**La Fed apuja tipus en 50 p. b. i anuncia la reducció del balanç.**

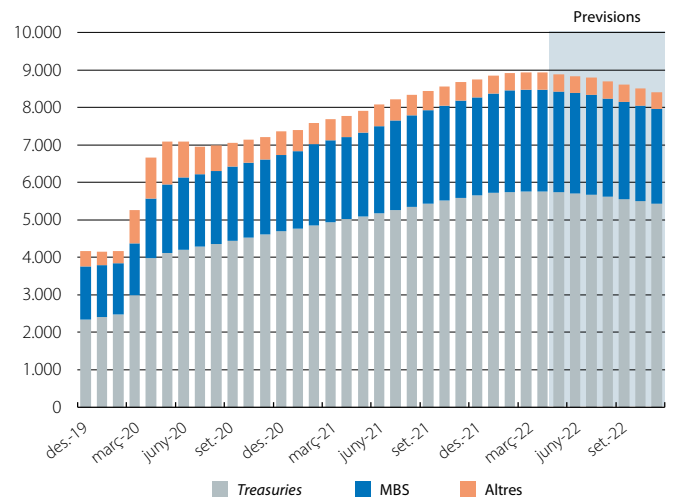
Mentrestant, en la reunió anticipada del maig, la Reserva Federal dels EUA va apujar els tipus d'interès en 50 p. b., fins a l'interval del 0,75%-1,00%, i va anunciar que, properament, volen dur els tipus a nivells més normals, amb pujades similars a les dues següents reunions (juny i juliol), segons el seu president, Jerome Powell. Així mateix, la Fed iniciarà la reducció de la dimensió del seu balanç a partir del juny, a un ritme més ràpid que en el cicle anterior (per a més detalls, vegeu el Focus «Sobre la reducció del balanç dels bancs centrals», en aquest mateix informe). Segons va explicar Powell, l'economia dels EUA està ben posicionada per suportar una política monetària més restrictiva sense necessàriament provocar una recessió, un escenari que, malgrat tot, ha estat qüestionat pels inversors. Per la seva banda, tant el Banc d'Anglaterra com els bancs centrals d'Austràlia i de Nova Zelanda van acordar pujades de tipus oficials a les reunions del maig. L'excepció continua sent el Banc del Japó, que ha mantingut intacta la seva política acomodaticia, la qual cosa ha deixat el ien fluctuant prop dels mínims de les dues últimes dècades.

**Mercats emergents: l'inici de la tempesta?** La major incertesa sobre la guerra a Ucraïna, l'enduriment de les condicions financeres a Occident, l'escalada de les pressions inflacionistes a nivell mundial i els nous rebrots en algunes regions van continuar socavant l'interès dels inversors pels països emergents. D'aquesta manera, segons l'Institut Internacional de Finances, a l'abril, es va produir un nou descens dels fluxos de cartera nets cap a aquestes economies (-4.000 milions de dòlars), que se sumaria a la baixada de 7.800 milions del mes anterior. També s'evidencia una certa rotació a favor de regions exportadores de primeres matèries. Com a resposta, els bancs centrals d'alguns països van aprovar noves pujades dels tipus oficials, principalment a Àsia. Els bancs centrals de Rússia i de la Xina (PBoC) van ser les excepcions. El primer va anunciar una retallada en el tipus de referència de 300 p. b., fins a l'11%, mentre que el segon va acordar un descens en la taxa per a crèdits a cinc anys, que serveix de referència per als préstecs hipotecaris. El col·lapse en les dades econòmiques xineses i el to acomodaticí del PBoC es van reflectir en un nou afebliment del iuan en relació amb les principals monedes.

**La tensió als mercats de primeres matèries no dona treva.** Tot i que amb molta volatilitat, els preus de l'energia van mantenir la tendència alcista al llarg del mes, arran, principalment, de la incertesa sobre la persistència del conflicte a Ucraïna i de l'enduriment de les sancions a Rússia, factors que van compensar amb escreix els dubtes entre els inversors sobre l'evolució de l'economia mundial. En aquest context, la major demanda des d'Europa, que busca com substituir el subministrament rus, va ajudar a retallar el diferencial en els preus de referència de l'energia entre els EUA (Henry Hub per al gas i WTI per al petroli) i Europa (TTF holandès i Brent). D'altra banda, els preus dels aliments es van mantenir en cotes elevades, amb ascensos acumulats des de l'inici de l'any del 49% per al blat i del 30% per al blat de moro. En contrast, la menor demanda des de la Xina es va reflectir en un abaratiment dels metalls industrials.

**Reserva Federal: total d'actius**

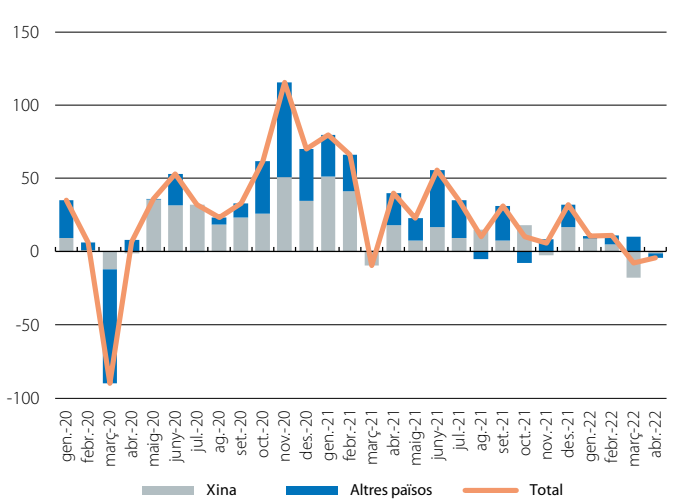
(Milers de milions de dòlars)



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

**Fluxos nets de capital cap a economies emergents**

(Milers de milions de dòlars)



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

**Primeres matèries**

	Mesura	Preu	Variació (%)	
			Últim mes	En l'any
<b>Commodities</b>	Índex	132,1	2,0	33,2
<b>Energia</b>	Índex	57,4	10,9	85,9
Brent	\$/barril	114,0	4,3	46,6
Gas natural (Europa)	€/MWh	88,1	-11,4	25,2
<b>Metalls preciosos</b>	Índex	216,5	-3,9	-1,2
Or	\$/unça	1.853,5	-2,3	1,3
Pal·ladi	\$/unça	2.009,1	-13,7	5,5
<b>Metalls industrials</b>	Índex	182,5	-8,1	5,5
Alumini	\$/Tm	2.874,0	-5,8	2,4
Níquel	\$/Tm	26.788,0	-15,7	29,1
<b>Agrícola</b>	Índex	76,7	-0,3	26,2
Soia	\$/bushel	1.681,0	-1,6	26,5
Blat	\$/bushel	1.148,3	10,0	49,0

Nota: Dades al final del període.

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

## Sobre la reducció del balanç dels bancs centrals

La intensificació de les pressions inflacionistes que s'ha produït en els últims mesos ha estat resposta pels bancs centrals amb un avançament en la retirada dels estímuls monetaris, primer mitjançant el final de les compres netes d'actius i més recentment, en la majoria dels casos, amb pujades dels tipus oficials. En aquest article, ens centrem en la baula següent d'aquest procés de normalització de la política monetària: la reducció de la dimensió del balanç o *quantitative tightening* (QT), que és com és coneguda en l'argot financer.

El QT és una mesura d'ordre restrictiu de la política monetària, a través de la qual els bancs centrals recol·loquen als mercats els actius financers adquirits en els seus programes de compres durant la fase d'expansió monetària (bons, títols i, en alguns casos, accions).

A nivell operatiu, els bancs centrals poden executar el QT no reinvertint els bons que van venent en la seva cartera o, si volen accelerar la reducció del balanç, poden anar venent els actius que posseeixen als mercats a un ritme mensual preestablert. Fins avui, només la Fed ha dut a terme un procés de QT, concretament en el període 2017-2019.

### La Fed anuncia un QT agressiu el 2022

Amb un total d'actius de 8,9 bilions de dòlars al final d'abril, que representa el 37% del PIB nord-americà, la Fed va confirmar, en la reunió del maig, la seva estratègia per reduir la dimensió del seu balanç.

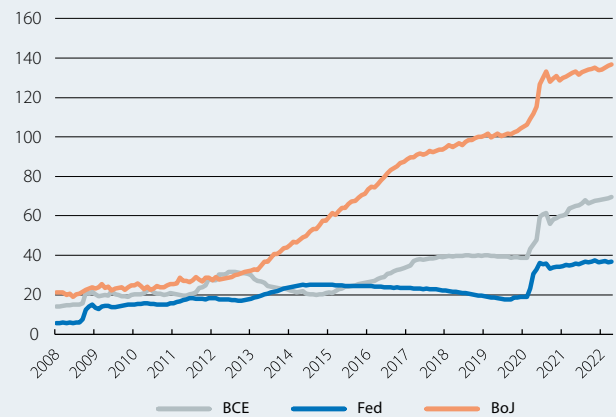
El pla fixa una velocitat màxima de reducció del balanç de 47.500 milions de dòlars al mes, mitjançant venciments de 30.000 milions de dòlars en bons del Tresor i la resta en venciments d'actius recolzats per hipoteques (MBS, per les sigles en anglès). A partir del setembre, la Fed té previst ajustar aquest límit fins als 95.000 milions de dòlars mensuals (60.000 milions en *treasuries* i 35.000 milions en MBS).

L'anunci de la reducció del balanç succeeix molt més d'hora en el procés de normalització monetària que en el cicle anterior, quan la Fed va esperar dos anys entre la primera pujada de tipus oficials (desembre del 2015) i l'inici del QT (tardor del 2017). El ritme de reducció també és molt més agressiu aquesta vegada: el 2017, la Fed va fixar un límit mensual de 50.000 milions de dòlars, tot i que, a la pràctica, el ritme inicial va vorejar els 10.000 milions.

Pel que fa als bons públics, la Fed ha assenyalat recentment que, en els mesos en què els venciments no assoleixen el límit imposat, el compensarà mitjançant una reducció de la seva cartera de lletres del Tresor. No obstant això, almenys durant el 2022, els venciments dels *treasuries* superaran cada mes el límit fixat, la qual cosa implicarà no solament que la Fed no vendrà lletres de forma activa, sinó que, a més a més, haurà de reinvertir una part dels actius al seu

### Bancs centrals: total d'actius

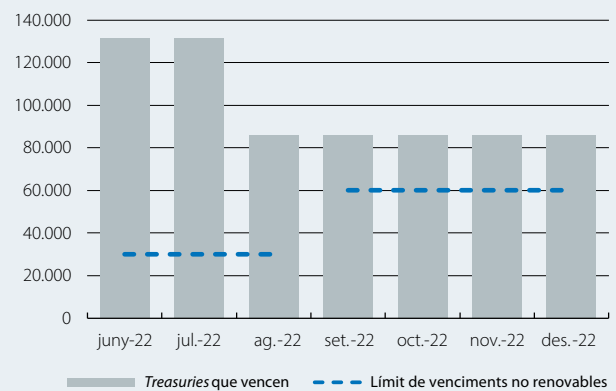
(% del PIB)



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

### Fed: venciments dels treasuries el 2022

(Milers de milions de dòlars)



Nota: D'acord amb la informació disponible fins al 27 d'abril.

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

venciment (vegeu el segon gràfic). Quant a la cartera d'MBS, és molt probable que, en un moment inicial, no s'assoleixi el límit fixat per a la seva reducció, perquè la majoria dels venciments es concentren a més d'un any vista.

### Com impacta el QT sobre els mercats financers?

Atès el caràcter inusual d'aquesta mesura, no hi ha un consens en la comunitat d'analistes sobre el possible impacte del QT, tant sobre els mercats financers com sobre l'economia real.

En termes pràctics, el QT comporta una disminució de la liquiditat en el sistema financer, mitjançant una reducció de les reserves bancàries al banc central, ja que seran els bancs, entre altres institucions financeres, els que augmentaran l'exposició en els actius dels quals la Fed es desfaci. Així, en la mesura que es redueix una part important de la demanda d'aquests actius (la del banc central), el seu

tipus d'interès augmenta, de manera que el QT acaba operant de manera similar a altres mesures de restricció monetària.

Segons Jerome Powell, la reducció del balanç anunciat per la Fed per a enguany (uns 520.000 milions de dòlars o el 2,3% del PIB) seria equivalent a una pujada addicional de 25 p. b. en els tipus oficials. Prenent aquesta sensibilitat com a referència, el QT equivaldria llavors a un augment de 50 p. b. addicionals en els tipus oficials l'any vinent.<sup>1</sup>

Pel que fa a l'impacte sobre els mercats financers, el QT exerciria, en primer lloc, una pressió alcista sobre la rendibilitat dels actius afectats, és a dir, els bons públics i privats, que veurien caure el seu preu (i augmentar el seu tipus d'interès) davant la major oferta neta. Aquest impacte sol ser més intens sobre el tram mitjà i llarg de la corba, perquè el banc central sol concentrar les compres de bons en aquests trams. Aquest repunt dels tipus de referència tendiria a afectar negativament la renda variable i els *spreads* corporatius i a enfortir el dòlar (vegeu, a l'últim gràfic, el que va succeir després de l'anunci del QT el 2017). La dimensió de l'impacte i la seva persistència, però, són difícils de quantificar, atès el còmput de factors que usualment incorporen les cotitzacions dels actius financers.

En el cicle actual, l'anunci del QT ha intensificat l'ascens que es venia observant en la rendibilitat del deute sobirà,<sup>2</sup> així com la volatilitat als mercats de renda variable. Per la seva banda, el dòlar ha intensificat la seva fortalesa enfront d'altres divises, amb una apreciació del 7% enfront de l'euro des de l'inici de l'any. Creiem que una part de l'ajust del QT als mercats s'ha donat probablement, perquè, ja al gener, la Fed havia anunciat les pautes generals del pla. No obstant això, no descartem nous episodis de volatilitat, quan el QT es materialitzi a partir del juny.

**Com es compara la Fed amb altres bancs centrals?**

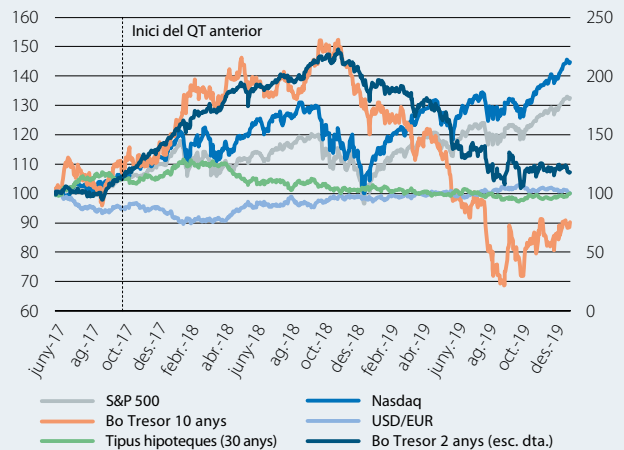
L'estratègia de reducció del balanç no és exclusiva dels EUA, perquè altres bancs centrals ja estan també immersos en aquest procés. Per exemple, el Banc d'Anglaterra, des del febrer, està deixant vèncer els actius en el seu venciment i, des de maig, ven activament una part de la seva cartera de bons corporatius, al mateix temps que anunciarà a l'estiu les pautes per a les vendes de bons públics. Per la seva banda, els bancs centrals del Canadà i d'Austràlia també estan deixant vèncer actius en el seu venciment, mentre que el Riksbank suec espera iniciar aquest procés en els propers mesos.

En canvi, al BCE, la situació és una mica diferent. Segons els comunicats oficials, fins al final del 2024, el BCE rein-

1. Segons les estimacions de la Fed, una reducció del 2% del PIB en el balanç del banc central equival a una pujada de 20 p. b. en els tipus oficials (vegeu <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).  
 2. Vegeu el Focus «Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà», a l'IM05/2022.

**EUA: actius financers**

Nivell (100 = 14 juny 2017) \*      Nivell (100 = 14 juny 2017)



*Nota:* \* En aquesta data es va anunciar formalment com es produiria el quantitative tightening (QT).  
*Font:* CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

vertirà els actius del PEPP al seu venciment i els de l'APP durant un període llarg de temps després de la primera pujada de tipus (quelcom que estimem que succeirà en dos anys, aproximadament). I és que el risc de fragmentació financera a la zona de l'euro, si el BCE desaparegués dels mercats de deute, no és negligible. Per aquest motiu, és probable que el BCE, a més de continuar reinvertint els actius al seu venciment durant uns anys, doti de flexibilitat aquestes reinversions per poder aplacar les eventuales tensions financeres asimètriques que puguin sorgir entre les diferents economies.

*Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili*

**Tipus d'interès (%)**

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Zona de l'euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,34	-0,43	9	23,4	20,5
Euríbor 12 mesos	0,39	0,17	22	89,1	87,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	0,05	-0,23	28	69,1	68,4
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,50	0,26	24	112,3	116,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,12	0,94	18	129,9	132,0
Deute públic a 10 anys (Espanya)	2,23	1,97	25	166,0	177,1
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,26	2,02	24	179,4	181,0
<b>EUA</b>					
Fed funds (límit superior)	1,00	0,50	50	75,0	75,0
Líbor 3 mesos	1,61	1,33	28	140,2	147,7
Líbor 12 mesos	2,74	2,63	11	215,7	249,5
Deute públic a 1 any	2,05	2,06	-1	167,4	201,5
Deute públic a 2 anys	2,56	2,71	-16	182,4	241,2
Deute públic a 10 anys	2,84	2,93	-9	133,4	125,7

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

	31-maig	30-abril	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	88	90	-2	39,8	38,5
Itraxx Financer Sènior	97	102	-5	42,3	39,8
Itraxx Financer Subordinat	184	197	-13	76,0	77,0

**Tipus de canvi**

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,073	1,055	1,8	-5,6	-12,1
EUR/JPY (iens per euro)	138,110	136,950	0,8	5,5	3,2
EUR/GBP (lliures per euro)	0,852	0,839	1,6	1,2	-1,2
USD/JPY (iens per dòlar)	128,670	129,700	-0,8	11,8	17,4

**Primeres matèries**

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	629,5	643,3	-2,2	8,8	14,3
Brent (\$/barril)	122,8	109,3	12,3	57,9	72,2
Or (\$/unça)	1.837,4	1.896,9	-3,1	0,4	-3,7

**Renda variable**

	31-maig	30-abril	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.132,2	4.131,9	0,0	-13,3	-1,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.789,2	3.802,9	-0,4	-11,8	-7,3
Ibex 35 (Espanya)	8.851,5	8.584,2	3,1	1,6	-3,6
PSI 20 (Portugal)	6.257,5	5.930,0	5,5	12,4	21,3
Nikkei 225 (Japó)	27.279,8	26.847,9	1,6	-5,3	-5,8
MSCI emergents	1.077,7	1.076,2	0,1	-12,5	-22,4

## La inflació dicta l'agenda dels bancs centrals a tot el món

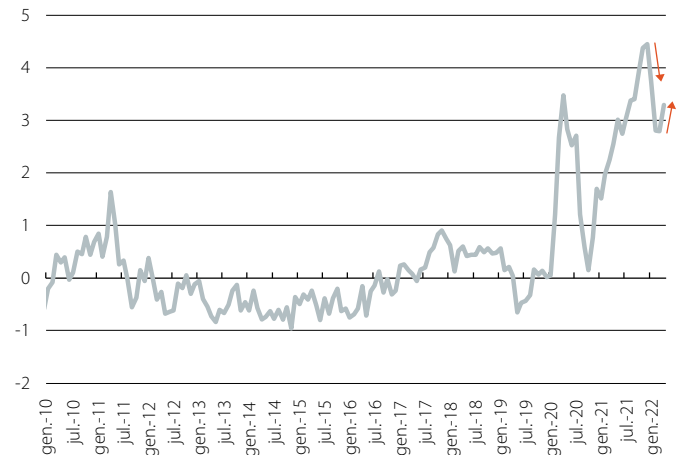
**La guerra a Ucraïna continua sent la clau de l'escenari global.** L'escenari continua condicionat pel desenvolupament de la guerra a Ucraïna i per la aplicació persistent d'una política de COVID zero a la Xina. Els dos esdeveniments tornen a agreujar els problemes de subministraments de les cadenes de valor globals i pressionen a l'alça el preu d'inputs clau per a la indústria i el d'una bona part de les primeres matèries, tant industrials com agrícoles. El resultat, unes taxes d'inflació en màxims històrics a la majoria d'economies desenvolupades i emergents que obliguen els bancs centrals a actuar per ancorar les expectatives d'inflació a mitjà termini, malgrat el deteriorament que, en alguns casos, s'observa en l'activitat econòmica i en les seves perspectives. Només la Xina, Rússia, el Japó i Turquia es desmarquen d'aquesta tendència monetària general.

**El BCE ja està preparat per actuar.** Fins avui, és l'únic banc central del G7 (llevat del Japó) que encara no ha pujat els tipus d'interès oficials, però Lagarde va deixar clar, mitjançant una entrada al blog del BCE, que això podria canviar a la reunió del juliol. Hi ha qui es pot plantejar si ara és un bon moment, atesos l'augment de la incertesa i el deteriorament de les perspectives de creixement per a la regió. No obstant això, amb una inflació que, al maig, va marcar màxims del 8,1%, i sense que sembli que hagi tocat sostre, és necessari ancorar les expectatives d'inflació a mitjà termini, ja que les conseqüències de no actuar ara poden ser més perjudicials en el futur (vegeu el Focus «[La pujada de tipus a la zona de l'euro, a examen](#)», en aquest mateix informe).

**Augmenten els riscos per al creixement en els propers mesos a la zona de l'euro.** La confiança dels agents es va enfonsar al març, a l'inici de la guerra a Ucraïna, i després es va estabilitzar a l'abril i al maig en aquests nivells baixos. El deteriorament més acusat s'observa a la indústria, principalment afectada pels colls d'ampolla en les cadenes globals i pel fort augment en els costos de producció, i a les famílies, molt preocupades per la pèrdua de poder adquisitiu que estan patint per la pujada de la inflació. Ara com ara, sembla que la confiança del sector serveis, el gran beneficiat pel final de les restriccions per COVID, es mostra més resistent. En balanç, després d'un començament d'any moderadament positiu (el PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,2% intertrimestral en el 1T 2021), no es pot assegurar que el PIB de la zona de l'euro mantingui el to en el 2T 2022. A més a més, s'incrementen els riscos a la baixa per a la segona meitat de l'any: després que Rússia hagi tallat el subministrament de gas a Polònia, a Bulgària, a Finlàndia i als Països Baixos, l'amenaça que estengui aquests talls a la resta d'Europa és més real que mai. De fet, la Comissió Europea, a l'informe de perspectives econòmiques de primavera, ha presentat uns escenaris de previsions alternatius: en un d'ells, estima que, si Rússia talla el subministrament de gas, el creixement econòmic mitjà de la zona de l'euro el 2022 gairebé seria nul i la inflació podria assolir, de mitjana de l'any, gairebé el 9,0%.

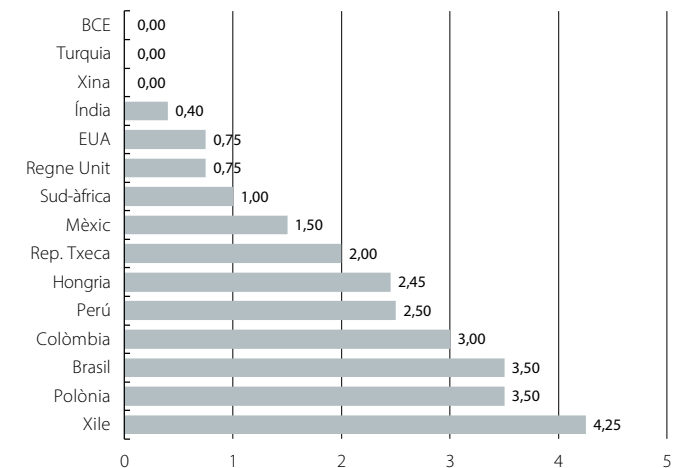
**La feblesa del PIB dels EUA del 1T 2022 no alterarà el full de ruta de la Fed.** És cert que el comportament de l'economia nord-americana va sorprendre en caure el 0,4% intertrimestral en el 1T 2022, però l'anàlisi per components matisa la lectura

### Pressions en les cadenes globals de subministraments



**Nota:** La mitjana de l'Índex Global Supply Chain Pressure és zero.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed de Nova York.

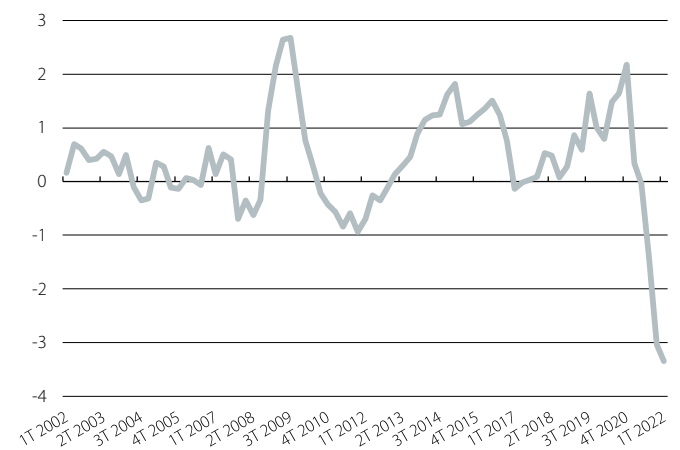
### Global: pujades de tipus d'interès el 2022 \* (p. b.)



**Nota:** \* Entre el gener i el maig.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Zona de l'euro: salaris negociats deflactats per la inflació

Variació interanual (%)



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

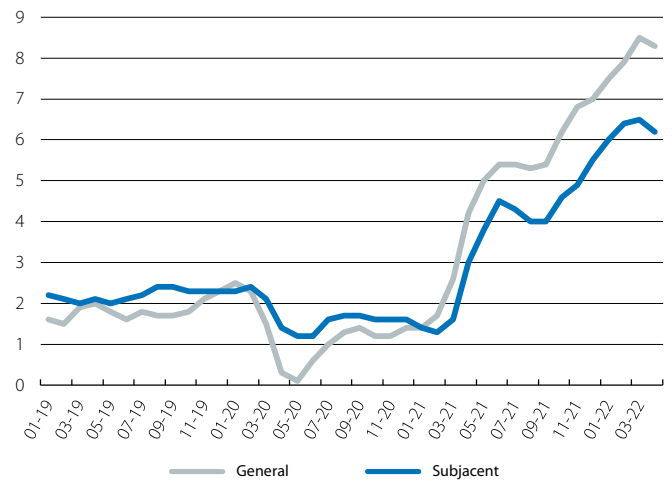
negativa d'aquest resultat: la demanda interna va mantenir el dinamisme, gràcies a l'impuls del consum privat i de la inversió no residencial. A més a més, el mercat de treball continua mostrant un to sòlid: a l'abril, es van crear 428.000 nous llocs de treball, la taxa d'atur es va mantenir estable en un baix 3,6% i els salaris van créixer el 5,5% interanual. En aquest context de vigor de la demanda interna, la inflació va recular a l'abril, després de marcar màxims de 40 anys en el mes anterior, tot i que encara se situa en referències molt elevades: el 8,3% la general i el 6,2% la subjacent. En els propers mesos, la inflació continuarà força pressionada a l'alça pel tensionament del mercat laboral, pels efectes de la guerra a Ucraïna i pels tancaments a la Xina per la seva política de COVID zero. Aquests factors faran que la inflació, tot i baixar, es mantingui en cotes elevades i no torni a l'entorn del 2,0% fins al final del 2023, la qual cosa justificaria el to clarament *hawkish* de la Fed, que ha confirmat la seva intenció d'apujar els tipus d'interès per damunt dels nivells considerats «neutrals» si és necessari. Aquestes condicions financeres més restrictives, la falta d'acord sobre una gran part del pla *Build Back Better* de Biden i un començament d'any més feble del que s'esperava ens empenyen a retallar la nostra previsió de creixement mitjà el 2022 per als EUA en 0,75 p. p, fins al 2,4%.

**Inici d'any desigual a les altres dues grans economies del G7.** D'una banda, el Regne Unit va sorprendre en créixer en el 1T 2022 un notable 0,8% intertrimestral (el 8,7% interanual), la qual cosa situa l'activitat el 0,7% per damunt dels nivells pre-COVID. Aquest aparent bon resultat, però, oculta una intensa evolució de l'activitat de «més a menys» al llarg del trimestre, tendència que es prolongarà durant el 2T 2022, tal com ho anticipen les previsions de maig del Banc d'Anglaterra. De l'altra, el Japó va caure el 0,2% intertrimestral en el 1T 2022 (el +0,2% interanual), a conseqüència de les estrictes restriccions aplicades per contenir els rebrots de COVID-19. D'aquesta manera, durant l'últim any, l'economia nipona no ha aconseguit registrar dos trimestres seguits amb creixement positiu.

**La política de COVID zero a la Xina té un impacte clar sobre la seva activitat, mentre que la guerra a Ucraïna comença a passar factura a l'economia russa.** A la Xina, el creixement del PIB va superar en el 1T 2022 les nostres expectatives (el 4,8% interanual), però la majoria d'indicadors d'activitat i de comerç exterior ja van mostrar un fort alentiment al març i l'abril, compatible amb una caiguda del PIB en el 2T 2022. Per pal·liar l'impacte de la seva política de COVID zero, tant el Govern com el banc central han posat en marxa un seguit de mesures d'estímul econòmic, tot i que creiem que no seran suficients. De fet, el deteriorament que contemplem per al 2T ens porta a reduir en 1 p. p. el creixement previst per al 2022, fins al 3,7%, molt per sota de l'objectiu del 5,5% del Govern. Per la seva banda, Rússia va moderar el seu creixement interanual en el 1T 2022, fins al 3,5%, després del 5,0% del 4T 2021. Es tracta d'un alentiment considerable, propiciat per la intensa reculada de l'activitat al març arran de la guerra a Ucraïna. Les perspectives per a Rússia s'han deteriorat de manera substancial arran del conflicte, ja que, al marge de la seva durada, l'economia es veurà molt penalitzada per les sancions d'Occident i per la forta sortida de la inversió estrangera (per exemple, més de 300 multinacionals ja han aturat o limitat la seva activitat al país). En conseqüència, anticipem una caiguda del PIB rus del 8,0% el 2022, però els riscos es concentren clarament a la baixa.

**EUA: IPC**

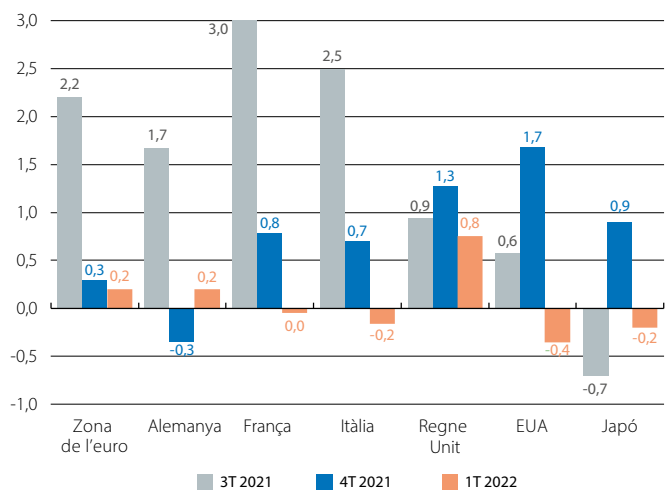
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.

**Global: PIB**

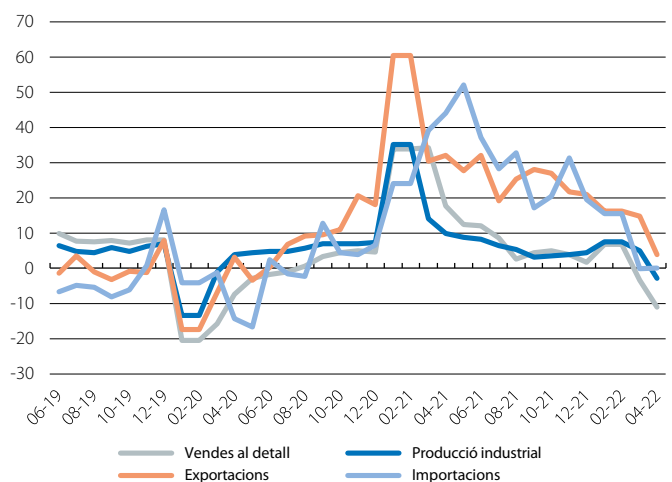
Variació intertrimestral (%)



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

**Xina: indicadors d'activitat i comerç exterior**

Variació interanual (%)



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

## La pujada de tipus a la zona de l'euro, a examen

La inflació a la zona de l'euro continua patint el doble impacte que representen la guerra a Ucraïna i l'agreujament dels colls d'ampolla a la Xina per la seva política de COVID zero. La persistència d'aquests factors explica que la inflació continuï batent rècords (vegeu el primer gràfic) i que encara no es puguin descartar registres més alts en els propers mesos. En conseqüència, les expectatives d'inflació s'han anat ajustant a l'alça en els últims mesos; per exemple, des del mes de gener, la nostra previsió de la inflació general al desembre del 2022 per a la zona de l'euro s'ha revisat gairebé en 5,0 p. p., fins a valors pròxims al 6,0%.

Atesa aquesta conjuntura, cada vegada hi ha més pressió perquè el BCE comenci a apujar els tipus d'interès, quelcom que no succeeix des del 2011. No obstant això, en el context actual de desaceleració econòmica amb multitud de riscos a la baixa, és desitjable que el BCE comenci a normalitzar la política monetària en els propers mesos? Seria millor esperar que el creixement econòmic es recuperés?

### Beneficis de la pujada dels tipus d'interès

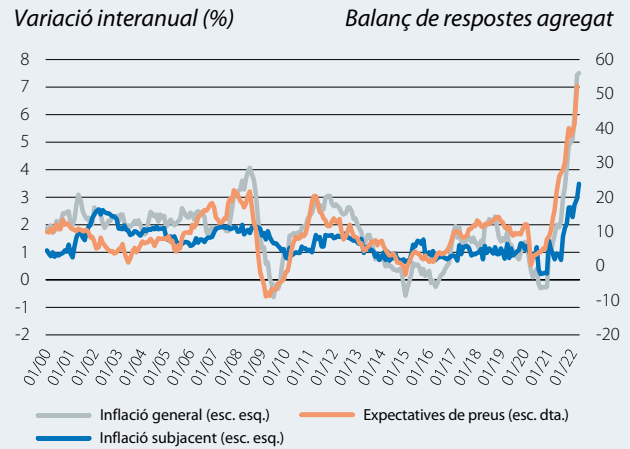
La teoria econòmica ens diu que les pujades de tipus frenen el creixement del consum i de la inversió i, en conseqüència, redueixen l'avanç de la demanda interna, la qual cosa ajuda a controlar les pressions inflacionistes i, en el context actual de forta pujada dels preus de l'energia i d'altres primeres matèries, facilitaria l'ancoratge de les expectatives d'inflació.

Aquest ancoratge de les expectatives és fonamental per evitar que xocs inflacionistes com l'actual produeixin efectes indesitjats de segona ronda que intensifiquin i cronifiquin la pujada dels preus. En els últims mesos, hem assistit a un increment important de les expectatives d'inflació, tant als mercats financers (els *swaps* de la zona de l'euro descompten inflacions al voltant del 5% en els dos pròxims anys), com entre els consumidors i els empresaris, amb unes expectatives de pujades de preus a curt i a mitjà termini en màxims històrics. Tot i que, en el cas europeu, encara no s'està veient una materialització d'aquests efectes de segona ronda, és un risc que cal tenir en compte.<sup>1</sup>

D'altra banda, cal assenyalar que el relaxament de les condicions monetàries a la zona de l'euro és un procés que fa anys que dura: l'esclat de la crisi financera el 2008 va obligar a adoptar importants estímuls monetaris per pal·liar-ne els efectes, estímuls que, fins i tot, es van haver de reforçar per evitar que la crisi del deute sobirà del 2010 provoqués la ruptura de l'euro. De fet, l'índex de condicions

1. Vegeu el Dossier «La resposta dels salaris a l'augment de la inflació», a l'IM05/2022.

### Zona de l'euro: IPCH i expectatives de preus



**Nota:** La sèrie de balanç de respostes agregat es calcula a partir de les expectatives de preus dels consumidors i dels sectors de manufactures, serveis i detallista publicades per la Comissió Europea i que recullen la diferència entre el percentatge que anticipa pujades i el percentatge que espera caigudes en els preus finals.

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

### Zona de l'euro: índex de condicions monetàries

Índex (0 = gener 1999)



**Nota:** Els valors positius i negatius mostren unes condicions monetàries tensionades i laxes, respectivament.

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

monetàries elaborat per la Comissió Europea<sup>2</sup> apunta al fet que les condicions actuals de la política monetària són les més laxes des de la creació de l'euro (vegeu el segon gràfic), la qual cosa augmenta el risc de formació de bombolles en determinats mercats financers.<sup>3</sup>

En aquest sentit, un informe recent de l'European Securities and Market Authority (ESMA)<sup>4</sup> es fa ressò de l'evolució seguida pel sector immobiliari a la zona de l'euro des de l'inici de la pandèmia: els preus de l'habitatge han pujat

2. Aquest índex es calcula com una mitjana ponderada del tipus d'interès real a curt termini i del tipus de canvi efectiu real en relació amb el seu valor en un període base.

3. Recordem les conseqüències de l'esclat de la bombolla de les *puntcom* al començament dels anys 2000 i el de les hipoteques *subprime* el 2008, que va arrossegar l'economia mundial a l'anomenada Gran Recessió.

4. Vegeu «Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System», març del 2022.



gairebé el 16%, amb un comportament molt heterogeni per països. L'ESMA també es mostra preocupada per les conseqüències de la ràpida expansió del mercat de les criptomonedes. Aquesta inquietud cobra sentit si tenim en compte que, d'ençà que va marcar màxims de capitalització, amb més de 3,2 bilions de dòlars al novembre de l'any passat, el mercat de les criptomonedes ha patit ja un ajust del 60%.

### Costos de la pujada dels tipus d'interès

Ja hem assenyalat que la teoria econòmica estableix que les pujades de tipus afecten negativament la demanda interna. Per valorar l'impacte que pot tenir el canvi en les expectatives dels tipus d'interès que s'ha produït en els últims mesos, introduïm en el model de CaixaBank Research per a la zona de l'euro<sup>5</sup> la diferència entre la corba d'implícits de l'euríbor a 12 mesos del 13 de maig del 2022 i la del 31 de desembre del 2021, abans del notable ajust a l'alça en les expectatives del mercat (vegeu el tercer gràfic). Si es fessin realitat les expectatives del mercat d'uns tipus d'interès més alts, el creixement de la zona de l'euro es podria retallar en 0,2 p. p. el 2022, en 0,7 p. p. el 2023, en 0,5 p. p. el 2024 i en 0,2 p. p. el 2025 en relació amb el nostre escenari central (vegeu el quart gràfic). Per components, l'impacte sobre el consum seria similar al que es produiria per al PIB, mentre que la inversió seria el component més afectat, ja que el seu creixement es podria veure retallat en 1,1 p. p. el 2023 i el 2024 i en 0,5 p. p. el 2025 en relació amb l'escenari central. Per la seva banda, l'impacte sobre la creació d'ocupació seria força més reduït, al voltant de 0,2 p. p. menor que en l'escenari central com a mitjana dels tres pròxims anys.<sup>6,7</sup>

### Conclusió

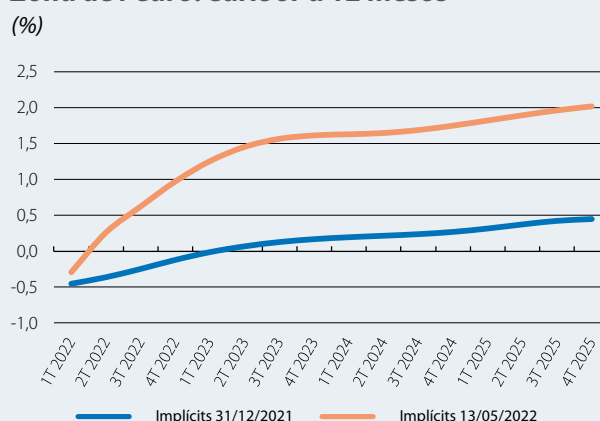
El BCE s'enfronta a la disjuntiva d'apujar els tipus d'interès, a costa de refredar la demanda interna, en un moment en què l'enduriment dels colls d'ampolla i, sobretot, les con-

5. Es tracta d'un model d'equilibri general que, a curt termini, està determinat per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen. Per a més detalls, vegeu Llorens, E. (2021), «Model semiestructural de CaixaBank Research per a la zona de l'euro», Document de Treball de CaixaBank Research, 02/21.

6. La resposta de les diferents variables a un xoc monetari estàndard (100 p. b. en impacte) en el nostre model és molt similar a la trobada en els models de referència. Per a més detalls sobre aquests últims, vegeu Smets, F. i Wouters, R. (2002), «An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area», i Angelini, E. et al. (2019), «Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area», European Central Bank Working Paper Series.

7. Més enllà de l'impacte sobre l'economia real, les pujades de tipus també pressionen a l'alça les rendibilitats dels bons sobirans, és a dir, els interessos que paguen els països per emetre deute. No obstant això, les rendibilitats del deute i les primes de risc se situen, encara, en referències força baixes en termes històrics. Així mateix, el BCE ja ha assenyalat que, quan cessin les compres netes d'actius, podria gestionar de manera flexible les reinversions dels actius que vagin venent i, fins i tot, podria dissenyar nous instruments per garantir que la política monetària es transmeti correctament, i això és tranquil·litzador per als països amb elevades ràtios de deute.

### Zona de l'euro: euríbor a 12 mesos

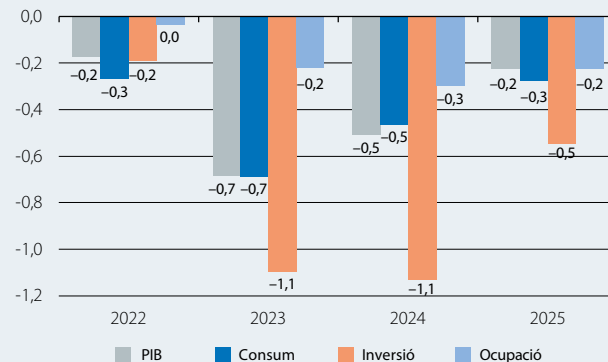


Nota: En la sèrie d'implícits del 13 de maig del 2022, les dades fins a l'abril corresponen a l'euríbor a 12 mesos històric.

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

### Zona de l'euro: resposta macroeconòmica a l'augment en els tipus d'interès

Impacte sobre el creixement anual (p. p.)



Nota: Les sèries del PIB, del consum i de la inversió es mostren en termes reals.

Font: CaixaBank Research, a partir del «Model semiestructural de CaixaBank Research per a la zona de l'euro», Document de Treball, 02/21.

seqüències de la guerra a Ucraïna ja estan passant factura a l'activitat de la zona de l'euro. Cal tenir en compte que, amb les actuals expectatives de mercat, el cost en termes de creixement econòmic de normalitzar els tipus d'interès és moderat, i encara és factible assolir ritmes de creixement per damunt del 2,0% enguany i l'any vinent.<sup>8</sup> A més a més, començar a apujar els tipus ajudaria a contenir les expectatives d'inflació a mitjà termini i reduiria el risc de bombolles. Aquesta lectura és la que, pel que sembla, està fent el BCE, i tot fa pensar que començarà a apujar els tipus d'interès de manera gradual en els pròxims mesos.<sup>9</sup> De fet, no actuar ara podria implicar haver d'apujar-los molt més en el futur.

Eduard Llorens i Jimeno i Rita Sánchez Soliva

8. Suposem un escenari en què la guerra a Ucraïna no s'estén geogràficament i en què Rússia no talla totalment el subministrament de gas a la zona de l'euro.

9. Christine Lagarde, en una entrada al Blog del BCE (23 de maig), va comunicar que espera que les compres netes sota l'APP acabin al començament del 3T, la qual cosa permetria una primera pujada dels tipus d'interès al juliol i sortir de les taxes d'interès negatives al final del 3T.

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

## ESTATS UNITS

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Activitat</b>									
PIB real	-3,4	5,7	12,2	4,9	5,5	3,5	-	-	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	2,1	17,5	27,4	14,3	16,2	11,3	15,8	6,6	8,2
Confiança del consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	105,7	107,6	107,3
Producció industrial	-7,2	5,5	14,7	5,5	4,4	5,3	7,5	5,4	6,4
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	58,6	57,1	55,4
Habitatges iniciats (milers)	1.396	1.605	1.591	1.569	1.679	1.724	1.777	1.728	1.724
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	228	267	262	274	283	...	299	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	59,9	60,1	60,0
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,7	-3,7	-4,0	-3,8	-4,0	...
<b>Preus</b>									
Inflació general	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	7,9	8,5	8,3
Inflació subjacent	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,4	6,5	6,2

## JAPÓ

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Activitat</b>									
PIB real	-4,6	1,7	7,4	1,2	0,4	0,2	-	-	-
Confiança del consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	35,2	32,8	33,0
Producció industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	0,5	-0,8	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	14,0	18,0	18,0	14,0	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,0	-0,7	-1,0	-1,7
<b>Preus</b>									
Inflació general	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	0,9	1,2	2,4
Inflació subjacent	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	0,8

## XINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Activitat</b>									
PIB real	2,2	8,1	7,9	4,9	4,0	4,8	-	-	-
Vendes al detall	-2,9	12,4	14,1	5,1	3,5	1,6	6,7	-3,5	-11,1
Producció industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	7,5	5,0	-2,9
PMI manufactures (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	50,2	49,5	47,4
<b>Sector exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	524	681	605	636	681	734	698	734	744
Exportacions	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	6,2	14,6	3,8
Importacions	-0,6	30,1	44,1	25,4	23,6	9,8	10,6	0,0	0,0
<b>Preus</b>									
Inflació general	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	0,9	1,5	2,1
Tipus d'interès de referència <sup>3</sup>	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi per dòlar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	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	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Vendes al detall (variació interanual)	-0,8	5,5	12,7	2,5	4,2	4,8	5,2	0,8	...
Producció industrial (variació interanual)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	-0,2	1,7	-0,8	...
Confiança del consumidor	-14,2	-7,4	-5,6	-4,2	-7,6	-13,6	-9,5	-21,5	-22,0
Sentiment econòmic	88,3	110,8	111,0	117,3	115,7	111,2	114,2	106,5	104,9
PMI manufactures	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	58,2	56,5	55,5
PMI serveis	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	55,5	55,6	57,7
<b>Mercat de treball</b>									
Ocupació (persones) (variació interanual)	-1,5	1,1	2,0	2,1	2,1	...	...	-	-
<b>Taxa d'atur</b> (% pobl. activa)	8,0	7,7	8,1	7,5	7,1	6,9	6,9	6,8	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,9	3,6	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,9	...
França (% pobl. activa)	8,0	7,9	8,2	7,8	7,5	7,4	7,4	7,4	...
Itàlia (% pobl. activa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	8,5	8,5	8,3	...
<b>PIB real</b> (variació interanual)	-6,5	5,6	14,6	4,1	4,7	5,1	5,1	-	-
Alemanya (variació interanual)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,8	3,8	-	-
França (variació interanual)	-7,9	7,2	19,2	3,0	4,9	4,5	4,5	-	-
Itàlia (variació interanual)	-9,1	7,0	17,5	4,0	6,4	6,2	6,2	-	-

## Preus

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
General	0,3	2,6	1,8	2,8	4,6	6,1	5,9	7,4	7,4
Subjacent	0,7	1,5	0,9	1,4	2,4	2,7	2,7	3,0	3,5

## Sector exterior

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Saldo corrent</b>	2,1	2,6	3,2	3,2	2,6	2,0	2,3	2,0	...
Alemanya	7,1	7,4	8,1	7,9	7,4	6,7	7,2	6,7	...
França	-1,9	-0,6	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	...
Itàlia	3,8	2,4	4,1	3,6	2,4	1,5	1,8	1,5	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup></b> (valor)	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,6	92,7	92,9	91,0

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
<b>Finançament del sector privat</b>									
Crèdit a les societats no financeres <sup>2</sup>	6,3	3,5	2,3	1,8	3,3	4,4	4,6	4,1	5,2
Crèdit a les llars <sup>2,3</sup>	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,4	4,5	4,5
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>5</sup> (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	...
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits a la vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,2	9,3	8,7	8,2
Altres dipòsits a curt termini	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	0,4
Instrumentos negociables	8,1	11,4	12,2	10,2	9,2	0,0	-1,3	0,3	-0,4
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.

## Espanya: una conjuntura complexa, amb llums i ombres

L'economia espanyola mostra una resiliència superior a l'esperada en el tercer mes des de l'inici del conflicte bèl·lic, però el balanç de riscos és a la baixa. Han passat tres mesos des de l'inici del conflicte bèl·lic, i ja disposem d'un volum considerable de dades posteriors a la invasió que permeten fer una valoració sobre l'impacte del conflicte sobre la nostra economia. El xoc bèl·lic s'està transmetent d'una manera asimètrica per l'economia. Pel costat de l'oferta, el sector serveis, liderat pels sectors vinculats al turisme, es continua beneficiant de la reculada de la pandèmia i avança per una senda de recuperació molt notable. En contraposició, el sector agrícola i diferents branques del sector industrial –les més exposades als increments de preus de l'energia, dels aliments i dels metalls– estan patint amb més intensitat les conseqüències del conflicte. Els índexs PMI per al sector manufacturer i de serveis reflecteixen aquestes asimetries: al maig, l'índex PMI per al sector serveis es va enfilars fins als 56,5 punts, molt per damunt de la mitjana de 52,2 punts del 1T 2022, mentre que l'indicador homòleg per al sector manufacturer es va mantenir en un registre contingut de 53,8 punts (55,8 en el 1T 2022). Des de l'òptica de la demanda, augmenta la preocupació per l'escalada de la inflació i per l'impacte que pugui tenir sobre el consum privat. Així i tot, el quadre d'indicadors mostra que, ara com ara, l'economia espanyola està trampejant amb èxit el temporal. A l'abril, després del deteriorament dels indicadors al març, la majoria s'han estabilitzats, com és el cas de l'indicador de confiança del consumidor que publica la Comissió Europea, o han repuntat, com és el cas de les vendes al detall, que, després de caure el 4,3% intermensual al març, han repuntat el 5,3% a l'abril. No obstant això, cal destacar que el balanç de riscos és clarament a la baixa. En la conjuntura actual, marcada pel conflicte bèl·lic, han augmentat els riscos en l'esfera geopolítica, i les conseqüències que aquests riscos poden tenir sobre l'activitat són potencialment elevades.

**Sembla que el pic de la inflació ha quedat enrere, però la inflació subjacent ha agafat força.** L'elevat nivell de la inflació és una de les ombres en la conjuntura actual. Després d'assolir un màxim del 9,8% al març, la inflació general es va moderar fins al 8,3% a l'abril, però va repuntar fins al 8,7% al maig. La inflació es podria mantenir per sota del màxim assolit al març en els propers mesos, perquè el component elèctric, un dels principals causants de l'augment de la inflació durant el 2021, empenyerà la inflació cap avall: en els propers mesos, el preu de l'electricitat es compararà ja amb el dels mesos del 2021 en què ja havia començat a escalar. No obstant això, malgrat l'esvaïment gradual de l'impacte de l'augment del preu de l'electricitat, l'augment del cost de l'energia s'està començant a transmetre a la resta de la cistella de béns. A més a més, a aquest efecte contagi cal afegir l'augment del preu dels aliments derivat del conflicte bèl·lic. D'aquesta manera, tot i que la inflació general s'ha moderat, la subjacent, que exclou l'energia i els aliments

### Espanya: PMI

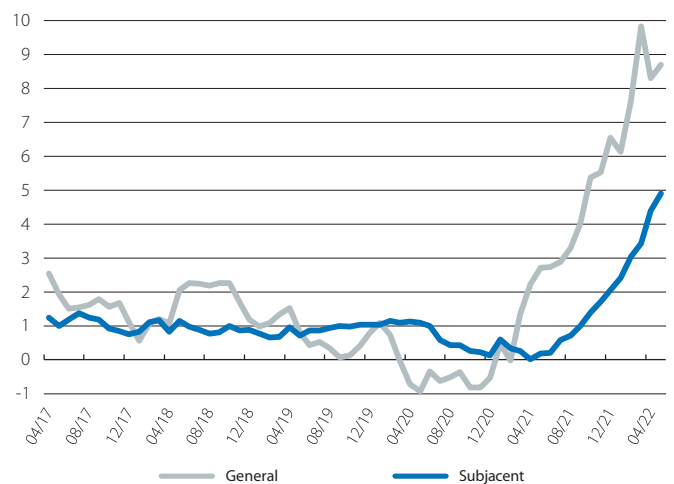
Nivell



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

### Espanya: IPC

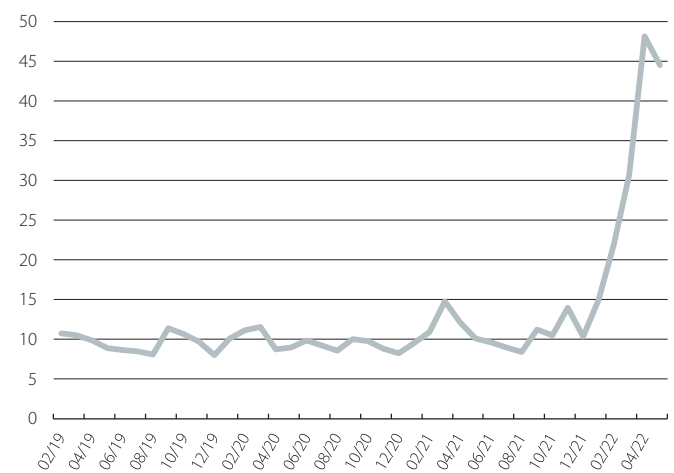
Variació interanual (%)



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

### Espanya: contractes indefinits registrats

(% sobre el total de registrats en el mes)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball.

no elaborats, ha escalat en només dos mesos 1,5 p. p., fins al 4,9% al maig, màxim des del 1995.

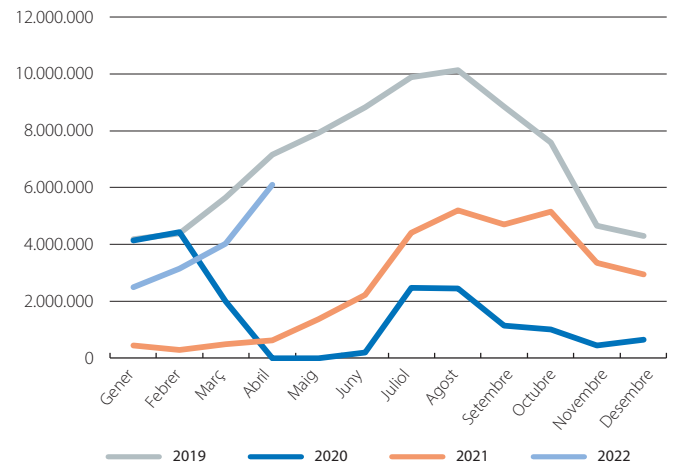
**L'ocupació continua creixent, impulsada per la recuperació del sector serveis.** Malgrat les dificultats que travessen el sector agroalimentari i l'industrial en la conjuntura actual, la creació d'ocupació es manté molt dinàmica, gràcies a la recuperació del sector serveis. Al maig, l'afiliació a la Seguretat Social va créixer en 33.366 treballadors en termes desestacionalitzats, el mateix registre que el mes anterior i que situa l'ocupació el 2,8% per damunt del nivell pre-pandèmia del febrer del 2020. Per la seva banda, avança el fort augment de la contractació indefinida, que, al maig, ja va representar el 44,5% dels contractes registrats en aquest mes. Aquest augment de la contractació indefinida reflecteix el transvasament de llocs de treball temporals a fixos-discontinus que ha comportat la recent reforma laboral. Aquest transvasament es reflecteix en l'afiliació: si tradicionalment el percentatge d'afiliats temporals oscil·lava al voltant del 30% del total d'afiliats, en l'actualitat, el percentatge se situa ja al voltant del 22%. No obstant això, cal recordar que una avaluació completa de l'impacte de la reforma haurà de tenir en compte no solament la taxa de temporalitat, sinó també l'impacte sobre la creació d'ocupació.

**L'entrada de turistes estrangers creix a un bon ritme i augura una bona temporada d'estiu.** A l'abril, van arribar prop de 6,1 milions de turistes, que van gastar 6.900 milions d'euros. Aquests registres representen una forta acceleració del ritme de recuperació: l'arribada de turistes es va situar el 14,6% per sota del mateix mes del 2019, mentre que, en el mes anterior, la diferència amb el nivell pre-pandèmia era del 28,6%. Per la seva banda, la despesa es va situar per primera vegada molt a la vora del nivell pre-pandèmia, només el 2,2% per sota de l'abril del 2019 (el -16,0% el mes anterior). Una bona temporada turística serà un element clau per consolidar la recuperació de l'economia espanyola el 2022.

**El preu de l'habitatge repunta en un context d'augment dels costos de construcció i de demanda pujant.** El preu de taxació de l'habitatge lliure va avançar un significatiu 2,4% intertrimestral en el 1T 2022 (el 6,7% interanual). Aquest repunt es produeix en un context de notable augment dels costos de construcció (el 18,9% interanual al febrer) i d'una demanda que continua creixent amb vigor, mentre que l'oferta augmenta de forma més gradual. Aquesta tendència en el preu s'observa en altres indicadors, com els publicats als portals immobiliaris i en l'índex d'habitatges repetits del Col·legi de Registradors, que va repuntar el 10,6% interanual en el 1T.

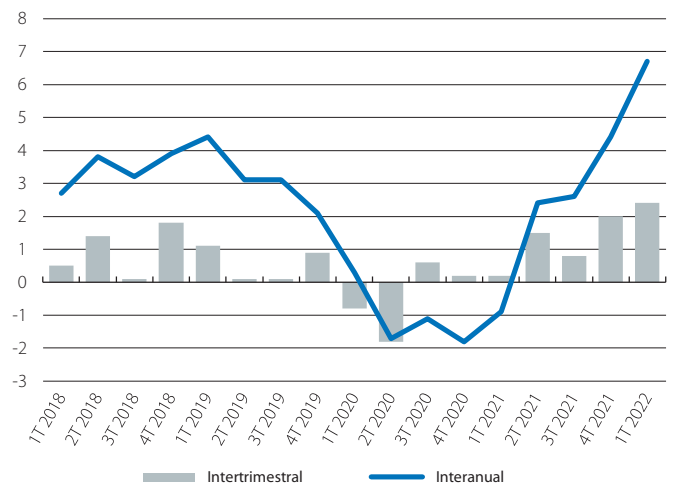
**El Govern preveu un ajust gradual del dèficit.** El Pla d'Estabilitat 2022-2025 preveu que el dèficit se situï en el 5,0% el 2022 i que es redueixi de forma gradual fins a assolir el 2,9% el 2025. Aquesta reducció es produiria gràcies a la recuperació prevista de l'economia durant aquest període i no contempla mesures de gran importància per reduir un dèficit estructural que s'estima que es podria situar per damunt del 3%.

**Espanya: entrada de turistes internacionals (Persones)**



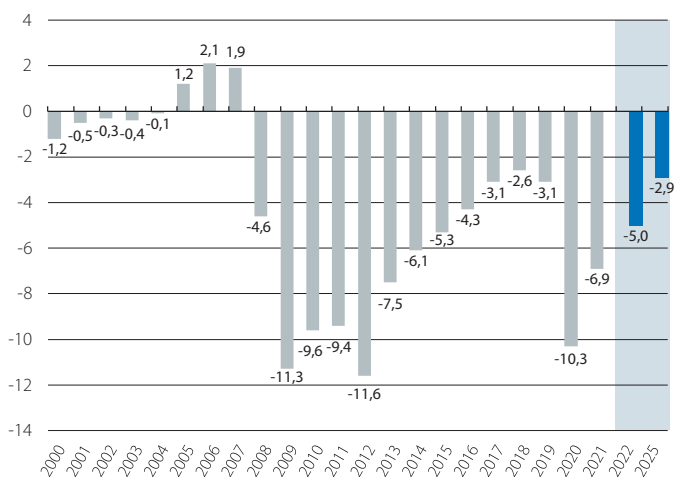
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

**Espanya: preu de l'habitatge (taxació) Variació (%)**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MITMA.

**Espanya: saldo públic (% del PIB)**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Pla d'Estabilitat 2022-2025.

## El Pla d'Estabilitat 2022-2025: ajust del dèficit públic gràcies al cycle econòmic

### La recuperació econòmica, clau per a la senda descendent del dèficit

El Pla d'Estabilitat 2022-2025 presentat pel Govern planteja un ajust gradual del dèficit públic, impulsat per la recuperació econòmica, amb una reducció del 6,8% del PIB el 2021 al 5,0% el 2022 i al 2,9% el 2025 (la previsió de CaixaBank Research per al 2025 se situa encara una mica per damunt del 3,0%). Es basa en un escenari inercial, ja que no incorpora noves mesures més enllà de les ja aprovades per al 2022, i, per tant, el dèficit estructural es manté per damunt del 3% en tot l'horitzó de la previsió. Així, tota la reducció del dèficit públic provindria del component cíclic del dèficit, que passarà del 3,3% del PIB el 2021 a un superàvit del 0,2% el 2025.

El quadre macro en què es basa el Pla d'Estabilitat és raonable i compta amb el vistiplau de l'AIREF. Les previsions són d'un creixement econòmic del 12,5% en l'acumulat entre el 2022 i el 2025 (es tracta d'un creixement similar al de les nostres previsions), amb un paper molt rellevant de la inversió en els dos propers anys, gràcies al programa NGEU.<sup>1</sup> Això comporta que les pressions salarials es mantindran contingudes i que la inflació baixarà de manera clara a partir del 2023.

Entrant de ple en els comptes públics, pel que fa als ingressos, el Pla no incorpora una reforma tributària. Es preveu que els ingressos es reduiran de forma moderada en percentatge del PIB, fins al 41,3% del PIB el 2025 (el 43,7% el 2021), per una moderació dels ingressos no tributaris (aquesta partida inclou els ingressos per transferències de capital i els fons europeus sense els fons del Mecanisme de Recuperació i Resiliència de l'NGEU). En concret, els ingressos no tributaris passarien del 4,9% del PIB el 2021 al 3,3% del PIB el 2025. No obstant això, se suposa que la pressió fiscal es mantindrà estable (els impostos i les cotitzacions socials creixeran en línia amb el PIB nominal).

La despesa pública regularia de manera notable en percentatge del PIB pel gran augment del PIB nominal i per una certa contenció de la despesa sense pensions. Així, la despesa pública primària (és a dir, sense considerar el pagament dels interessos) passaria del 48,4% del PIB el 2021 al 42,2% el 2025. Destaca l'ajust (en percentatge del PIB) de la remuneració dels assalariats, que baixaria del 18,1%

1. Es preveu que la inversió en béns d'equipament creixerà l'11,4% i que la inversió en productes de propietat intel·lectual s'accelerirà el 17,5% el 2022. A partir del 2024, encara hi haurà un impacte positiu de l'NGEU mitjançant els efectes de les reformes estructurals que s'estan duent a terme (destaquen la reforma laboral, el clima empresarial, la formació i l'autoconsum d'energia i d'hidrogen verd).

### Espanya: escenari macro del Pla d'Estabilitat

	2021	2022	2023	2024	2025
Creixement del PIB real (%)	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8
Creixement del PIB nominal (%)	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7
Taxa d'atur (%)	14,8	12,8	11,7	10,6	9,6
Remuneració per assalariat (creixement, %)	-0,6	3,2	2,9	1,6	1,7
Deflactor consum privat (creixement, %)	1,9	6,1	2,2	1,6	1,6
Euríbor a 3 mesos (%)	-0,5	-0,4	0,3	0,7	0,7
Tipus bo espanyol a 10 anys (%)	0,1	0,8	1	1,1	1,1

Font: Govern d'Espanya, Pla d'Estabilitat 2022-2025.

### Espanya: Pla d'Estabilitat del Govern 2022-2025

Elements clau	2021 (% del PIB)	2022 (% del PIB)	2025 (% del PIB)
<b>Ingressos públics totals</b>	<b>43,7</b>	<b>42,0</b>	<b>41,3</b>
Impostos indirectes (IVA...)	12,1	12,0	11,6
Impostos directes	11,9	11,8	12,1
Cotitzacions socials	14,3	13,7	13,9
<b>Despesa pública total</b>	<b>50,6</b>	<b>47,0</b>	<b>44,3</b>
Remuneració assalariats	12,2	11,5	10,9
Prestacions socials (no en espècie)	18,9	17,6	17,6
Inversió pública	4,6	3,6	2,7
Despesa en interessos	2,2	2,2	2,1
<b>Saldo públic</b>	<b>-6,8 *</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,9</b>
<b>Saldo primari</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,9</b>
<b>Saldo cíclic</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,2</b>
<b>Saldo estructural</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>

Notes: Projeccions que incorporen l'impacte macro de l'NGEU, però sense incorporar els fons europeus NGEU en els ingressos ni en les despeses. \* El dèficit del 2021 se situaria en el 6,9% del PIB amb la Sareb. La inversió pública és la suma de la formació bruta de capital i de les transferències de capital.

Font: Govern d'Espanya, Pla d'Estabilitat 2022-2025.

el 2021 al 16,1% el 2025. Es tracta d'un resultat plausible en un context de fort creixement del PIB nominal i si tenim en compte que l'increment dels salaris ha estat pactat amb anterioritat a l'escalada inflacionista. En canvi, s'espera que la despesa en pensions, en principi vinculada per llei a l'evolució de la inflació, continui creixent a un ritme similar al del PIB nominal.

Pel que fa a la factura dels interessos, variable clau per a la sostenibilitat del deute, el Pla d'Estabilitat projecta que continuarà reculant en termes de PIB i se situarà en el 2,1% del PIB el 2025 (el 2,2% el 2021), gràcies al creixement del PIB i al supòsit que els tipus es mantindran en

cotes molt baixes (en el Pla d'Estabilitat, se suposa que el bo espanyol a 10 anys es mantindrà estable al voltant de l'1% entre el 2022 i el 2025, tot i que recentment s'ha enfilat fins al 2,0%). En un escenari en què els tipus anessin augmentant de forma gradual des dels nivells actuals (per exemple, amb el bo a 10 anys al voltant del 3,0% el 2025), la càrrega del deute podria repuntar lleugerament el 2025, tot i que encara se situaria molt per sota del 3,0% assolit el 2012,<sup>2</sup> segons el nostre exercici de sensibilitat.<sup>3</sup>

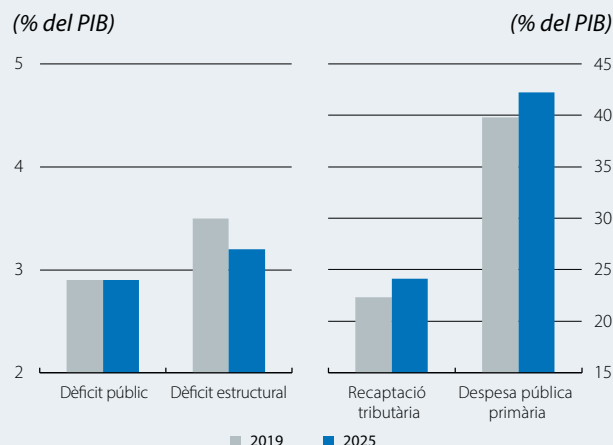
Finalment, el deute públic es reduiria de forma gradual en percentatge del PIB, però es mantindria en cotes elevades: passaria del 118,4% el 2021 al 109,7% el 2025. El gros de l'ajust és degut al creixement del PIB en termes nominals; en termes acumulats, el Pla considera un creixement acumulat del PIB nominal del 24,3% entre el 2022 i el 2025.

### Els comptes públics del futur: una comparativa del 2025 amb el món pre-pandèmia

Un exercici interessant és comparar la situació dels comptes públics que el Govern projecta per al 2025 al Pla d'Estabilitat amb la del món pre-COVID. Així, cal destacar tres resultats clau:

- **El 2025, el pes del sector públic en l'economia serà més elevat que el 2019;** en concret, se situarà més de 2,0 p. p. per damunt en percentatge del PIB. Això apunta al fet que la despesa pública farà un salt estructural a causa de factors com la indexació de les pensions a la inflació<sup>4</sup> i al fet que hi haurà un augment estructural de la despesa en sanitat.
- **El dèficit estructural serà molt similar el 2025 (el 3,2%) al del 2019 (el 3,5% del PIB).** La raó és que les despeses augmentaran, però s'espera que també ho facin els ingressos de manera semblant (vegeu el tercer resultat).
- **El Govern projecta que l'augment dels ingressos fiscals, després del gran augment de la recaptació el 2021, es consolidarà sense necessitat de noves mesures tributàries.** Així, segons el Pla d'Estabilitat, els ingressos fiscals seran, en percentatge del PIB, 1,8 p. p. més elevats el 2025 que el 2019. Això es basa en un plantejament inercial que assumeix que es podrà conservar un nivell de recaptació similar al del 2021 (el 24,5% del PIB) el 2025 (la projecció és del 24,1%), clarament superior al del món pre-COVID.<sup>5</sup> La qüestió és si l'augment de la recaptació serà estructural. La digitalització de l'economia durant la

### Espanya: comparativa dels comptes públics 2025 i 2019



**Nota:** El dèficit del 2019 exclou la Sareb.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Programa d'Estabilitat 2022-2025 i 2021-2024.

pandèmia pot haver reduït l'economia submergida i donaria suport a aquesta hipòtesi. No obstant això, l'augment de la imposició directa el 2021 pot estar relacionat amb les mesures extraordinàries adoptades durant la pandèmia, com els ERTO.

Javier Garcia-Arenas

2. El 2012, el deute públic representava el 86% del PIB, molt per sota del nivell actual.

3. Vegeu el Focus «L'impacte de les condicions financeres sobre la càrrega del deute públic espanyol», a l'IM03/2022.

4. Sembla que les prestacions socials, el principal component de les quals és la despesa en pensions, han augmentat de manera permanent i seran 1,8 p. p. majors en percentatge del PIB el 2025 que en la pre-pandèmia.

5. El 2021, la recaptació, en percentatge del PIB, va ser al voltant d'1 p. p. superior a la dels 30 últims anys.

## Bones perspectives per al sector turístic

La mobilitat internacional es recupera a gran velocitat gràcies al fet que la percepció dels riscos vinculats a la pandèmia és cada vegada menor entre la població. Aquesta confiança no és errònia, ja que la variant òmicron ha resultat més lleu, hi ha una taxa de vacunació molt elevada i la immunitat natural –causada per l'elevat nombre de contagis d'hivern– és actualment molt més alta.

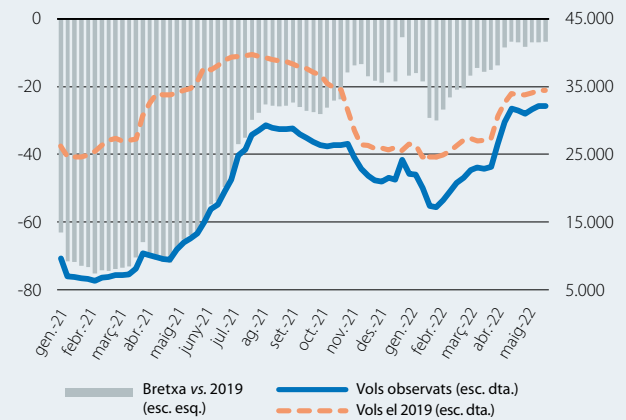
El sector turístic és un dels grans beneficiats d'aquesta tendència. Els indicadors sectorials dibuixen unes perspectives molt positives d'aquí al final d'enguany, de manera que el sector pot exercir de motor de l'economia espanyola en un moment en què una gran part dels sectors travessen un context complex.

### Indicadors d'alta freqüència

Un dels indicadors a temps real que ens ofereix una visió fidedigna de l'evolució de la demanda turística, descomptant l'efecte preu, és el dels vols operats que proporciona Eurocontrol. Tal com s'observa al primer gràfic, en la segona setmana de maig, els vols operats a Espanya es van situar amb prou feines el 7% per sota del mateix període del 2019. Es tracta d'una millora molt notable des del mes de gener, quan els vols operats es van situar el 30% per sota, a causa de l'onada d'òmicron, i, al seu torn, és una gran fita, ja que implica que s'ha superat el volum de vols setmanals màxim del 2021 (assolit en la primera setmana d'agost).

Si recorrem a les dades de passatgers en funció del país d'origen de l'avió, publicats mensualment per AENA, podem veure millor què explica aquesta recuperació. Com es pot apreciar a la taula, el gran protagonista de la recuperació és el turisme britànic, a causa de la seva gran millora i de la seva importància per al sector turístic espanyol. Després d'un 2021 en què el nombre de passatgers amb origen al Regne Unit es va comportar molt pitjor en relació amb el de viatgers procedents de països de la UE, a causa de la popularització de l'*staycation* entre els britànics (turisme vacacional domèstic), les últimes dades apunten a caigudes de tot just el 16% en relació amb el mateix període del 2019. D'altra banda, els vols de llarg recorregut també mostren molt bones dinàmiques el 2022 i confirmen que l'avversió a viatjar està desapareixent a escala més global. Per la seva banda, es confirma que el mercat domèstic continua vivint una bona situació. A més a més, la caiguda de la connectivitat aèria amb Rússia, que es fa sentir en el descens dels passatgers procedents de la resta d'Europa, no té un efecte apreciable en les xifres agregades, atès el seu baix pes en el total d'arribades.

**Espanya: vols operats als aeroports espanyols**  
Variació en relació amb el 2019 (%) Vols setmanals



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

**Espanya: arribades de passatgers en funció del país d'origen del vol**

Variació en relació amb el mateix període del 2019 (%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	Gen-22	Febr-22	Març-22	Abr-22	
Total	-84	-75	-42	-28	-38	-26	-21	-12	↑
Domèstic	-74	-56	-16	-19	-28	-20	-17	-6	↑
Internacional	-90	-83	-52	-33	-43	-29	-24	-14	↑
UE	-90	-76	-41	-25	-40	-27	-22	-11	↑
Regne Unit	-98	-97	-70	-45	-58	-32	-25	-16	↑↑
Resta d'Europa	-87	-87	-76	-47	-37	-36	-57	-56	↓↓
EUA i Canadà	-97	-92	-75	-63	-45	-43	-34	-24	↑↑
Latam	-79	-77	-58	-36	-20	-6	0	8	↑↑
Resta del món	-78	-82	-55	-44	-51	-40	-29	-32	↑

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

### Perspectives per al 2022

Els indicadors avançats, com el volum de reserves o els indicadors d'interès (cerques a internet), també anticipen una dinàmica clara de millora de cara a la temporada d'estiu. En concret, les cerques a Google sobre viatges a Espanya des dels mercats emissors de l'Europa occidental se situen més del 20% per damunt dels nivells habituals pre-pandèmia, i fins i tot les cerques des dels EUA se situen dins el rang habitual per primera vegada des de l'inici de la pandèmia.

De cara al conjunt de l'any 2022, la gran inèrcia de recuperació del turisme de la UE i, sobretot, del Regne Unit, sumada a la sorpresa positiva de la recuperació dels mercats emissors nord-americans, dibuixa unes perspectives molt positives per al sector. Malgrat això, cal assenyalar que l'entorn macroeconòmic que emergeix de la guerra a



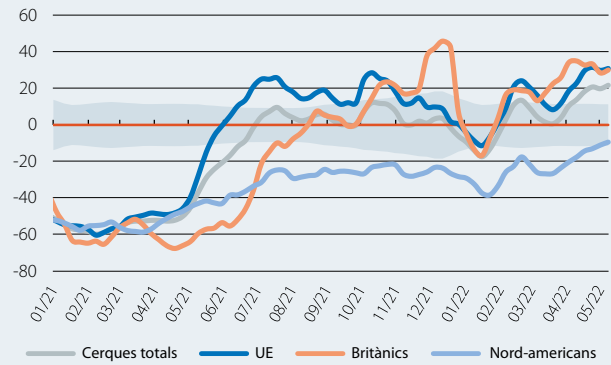
Ucraïna, amb la gran alça dels preus de les primeres matèries energètiques i agroalimentàries, afectarà l'estructura de costos del sector i afegirà una mica de pressió sobre els preus de venda i sobre els marges empresarials.<sup>1</sup> De tota manera, no sembla que la demanda estigui reaccionant negativament al xoc inflacionista.

En aquest context, segons les nostres previsions, enguany el PIB turístic se situarà a un nivell del 88% en relació amb el del 2019, amb un creixement del 50% en relació amb el 2021. D'aquesta manera, l'activitat del sector turístic no recuperaria enguany els nivells previs a la pandèmia, però se situaria en un nivell similar al del 2017, any en què el sector va obtenir uns resultats molt positius.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

### Cerques setmanals a Google sobre viatges a Espanya

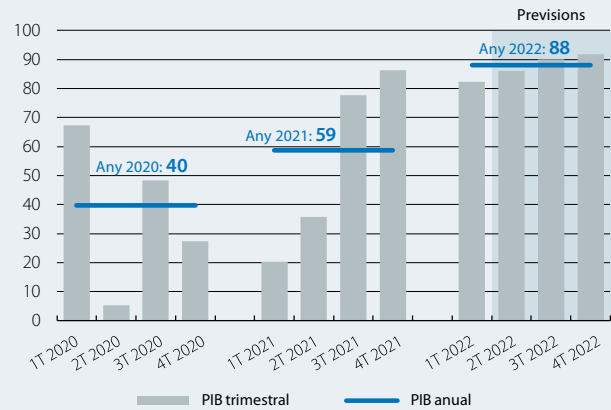
Variació en relació amb el nivell de referència (%)



**Notes:** S'utilitzen dades de cerques de la paraula Espanya al Regne Unit, a Alemanya, a França, a Itàlia, als Països Baixos i als EUA en l'idioma oficial de cada país dins la categoria de viatges. El nivell de referència consisteix en la previsió de cerques realitzada a un any vista, utilitzant un model ARIMA (1, 1, 1)<sub>12</sub> amb dades entre el gener del 2015 i el desembre del 2020. L'àrea ombrada reflecteix l'interval de confiança del 68% (α = 1) del nivell de referència.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Google Trends.

### Espanya: PIB turístic

Índex (100 = 2019)



Font: CaixaBank Research.

1. Vegeu el Focus «Quins són els sectors més afectats pel conflicte d'Ucraïna?», a l'IM04/2022.

## Tendències a llarg termini de la inversió a Espanya

La inversió juga un paper clau en el potencial de creixement econòmic d'un país. La quantitat i la qualitat de l'estoc de capital productiu d'un país en condiona la capacitat per adaptar-se a les transformacions econòmiques i, per tant, el progrés econòmic. Per aquest motiu, un dels principals reptes de l'economia espanyola per afrontar amb èxit l'actual context de ràpides innovacions tecnològiques és reorientar la seva dotació de factors, un pas necessari per millorar la productivitat i per impulsar la transformació del model productiu.

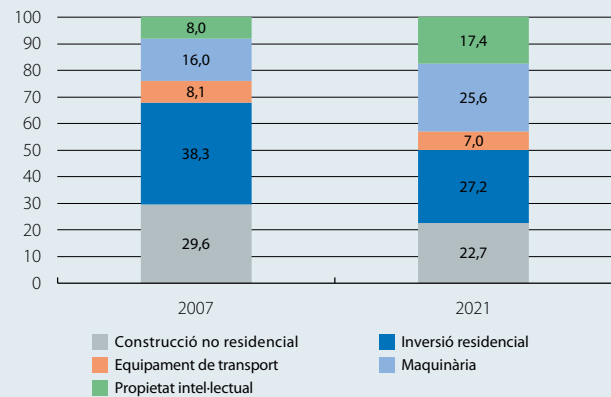
Aquest article és el primer de dos articles dedicats a l'anàlisi de la inversió a Espanya i explora els canvis en la composició de la inversió a Espanya que han tingut lloc en l'última dècada, mentre que el segon se centra en les dinàmiques de la inversió des de l'inici de la pandèmia i en els senyals que es poden extreure dels últims indicadors relacionats amb la inversió.

### Canvis estructurals en la composició de la inversió

El primer gràfic compara l'estructura de la inversió a Espanya el 2007, any previ a l'inici de la crisi financera, i el 2021, últim any del qual es disposa de dades. Diversos missatges emanen del gràfic. En primer lloc, veiem la profunda caiguda que ha experimentat el pes de la inversió en construcció en els 14 últims anys, tant la no residencial, com, sobretot, la residencial. Si, el 2007, la inversió en construcció representava gairebé el 68% del total de la inversió, el 2021, aquesta proporció havia caigut gairebé fins al 50%. Aquesta caiguda reflecteix, naturalment, l'important ajust que ha experimentat el mercat immobiliari des de la crisi financera, que ha redimensionat d'una manera estructural el pes d'aquest sector en el conjunt de l'economia: la inversió en construcció (residencial i no residencial) es va situar el 2021 el 41% per sota del nivell del 2007 (en termes reals).

En segon lloc, veiem que tant la inversió en maquinària com la inversió en propietat intel·lectual, materialitzada, principalment, en actius intangibles, han augmentat de manera significativa el seu pes, en especial en el cas de la inversió en intangibles, el pes de la qual s'ha doblat amb escreix entre el 2007 i el 2021. El major pes d'aquestes categories no solament reflecteix un impacte automàtic derivat de la forta caiguda de la inversió en construcció, sinó que també és el resultat d'un esforç inversor molt important en termes absoluts: en termes reals, la inversió en intangibles el 2021 va ser el 43% més elevada que la del 2007 i la inversió en maquinària, el 20% superior. El relleu que està prenent la inversió en intangibles està vinculat al fenomen de la digitalització, una transició tecnològica

**Espanya: estructura per tipus d'inversió**  
(% sobre el total de la inversió)



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

que està revolucionant els processos productius d'una manera transversal en l'economia i que fa un ús més intensiu d'inversions de tipus intangible.<sup>1</sup> Per la seva banda, l'avanç de la inversió en maquinària reflecteix la recuperació del sector industrial després de la crisi financera, les necessitats d'inversió que comporta el procés de digitalització prèvies a la pandèmia i la rotació que va experimentar l'economia espanyola durant els anys de recuperació cap a una economia més intensiva en exportacions i que va precisar un esforç inversor important.

### Acostant-nos als patrons d'inversió europeus

Què es desprèn de la comparació del comportament de la inversió a Espanya i a les principals economies europees? Veiem primer la comparativa en nivells relatius i, després, en l'estructura de la inversió.

El segon gràfic mostra l'evolució de la inversió a Espanya i a les principals economies de la zona de l'euro en percentatge del PIB. Observem que la inversió a Espanya va assolir cotes molt elevades, del 30% del PIB, a l'avantsala de la crisi financera. Una cota molt superior a la d'altres economies veïnes, alimentada pel fort creixement de la inversió en construcció. Així mateix, veiem que la correcció del sector immobiliari a partir del 2008 va tenir un impacte important sobre la inversió: el 2013, la inversió es va situar en un mínim del 17,2% del PIB. De llavors ençà, la inversió, impulsada per les categories que hem comentat més amunt, ha anat guanyant terreny, fins a situar-se prop del 20% del PIB des del 2019 fins a l'actualitat. Així i tot, veiem que l'esforç inversor a Espanya, tot i que no queda lluny, se

1. En contraposició als actius d'inversió més tradicionals, els actius intangibles no tenen un component físic. Estem parlant, entre d'altres, d'inversió en *software*, en patents, en bases de dades i en formació.

situa encara una mica per sota de l'esforç que realitzen països com França o Alemanya.

I quan comparem l'estructura de la inversió a Espanya i a altres economies europees? Tal com es pot veure al tercer gràfic, l'estructura de la inversió a Espanya el 2021 va ser força similar a la d'altres grans economies europees. En particular, s'observa que el pes de la inversió en construcció a la nostra economia és semblant al d'altres, i, llevat d'algun cas idiosincràtic, el mateix podem dir del pes de la inversió en intangibles i en béns d'equipament i transport.

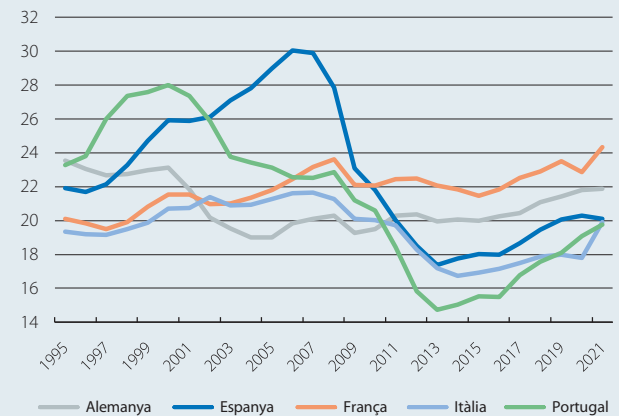
No obstant això, tot i que l'estructura de la inversió a Espanya és, en l'actualitat, similar a la de les grans economies europees, aquest no era el cas fa 10 anys, quan el pes de la inversió en construcció a Espanya era molt superior al dels principals països europeus, mentre que el d'intangibles se situava molt per sota. Així, el diferencial en el capital acumulat en intangibles i en maquinària encara és substancial. A tall d'exemple, segons les dades d'EUKLEMS, a Espanya, el 2016, última dada disponible, el capital intangible era de 6.750 euros per treballador, en relació amb els 13.300 euros de França i amb els 10.450 euros d'Alemanya. D'aquesta manera, i atès que el percentatge del PIB que destinem a la inversió és similar al de França o al d'Alemanya, seria necessari que, a Espanya, el pes de la inversió en aquestes categories fos, durant un temps, superior al d'altres economies per completar un procés de convergència en termes de capital per treballador.

En aquest sentit, els fons europeus del programa NGEU són un element clau, ja que impulsaran la inversió i, amb una selecció adequada dels projectes, són una oportunitat única per modernitzar els actius productius de l'economia espanyola.

Oriol Carreras

**Zona de l'euro: inversió**

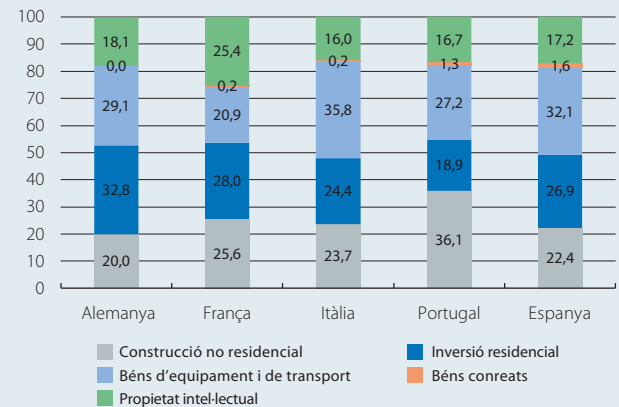
(% del PIB)



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

**Zona de l'euro: comparativa de l'estructura de la inversió per components**

(% sobre el total de la inversió)



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

## Tendències a curt termini de la inversió a Espanya

En aquest segon article, dedicat a l'anàlisi de la inversió a Espanya, ens centrem en l'evolució de la inversió durant la pandèmia i analitzem els senyals que ofereixen els últims indicadors d'activitat relacionats amb la formació bruta de capital.

### El comportament de la inversió durant la pandèmia

La pandèmia ha tingut un impacte molt asimètric sobre cadascun dels components de la inversió (vegeu el primer gràfic). Així, mentre que la inversió en intangibles i en maquinària ha recuperat i ha superat els nivells precrisi, la inversió en construcció i, sobretot, la inversió en equipament de transport encara es troben clarament per sota.

Tal com apunta Pacce (2022),<sup>1</sup> aquest comportament asimètric reflecteix la naturalesa de la pandèmia mateix, que va afectar amb més profunditat aquells sectors que precisen d'una manera més intensa una interacció humana en presencial. Així, les activitats relacionades amb el sector serveis es van veure més afectades que les activitats industrials. No obstant això, en la mesura que el sector serveis és un sector menys intensiu en inversió en maquinària, aquesta tipologia d'inversió s'hauria vist menys perjudicada durant la pandèmia. A més a més, les fortes inversions en digitalització per habilitar el teletreball o el comerç *on-line* que es van realitzar haurien impulsat tant la inversió en intangibles (és a dir, la categoria de propietat intel·lectual) com també en maquinària (que inclou els equips informàtics). Finalment, tot i que es podria esperar que el comerç *on-line* hagués impulsat la inversió en equipament de transport, per les necessitats de repartiment que genera, l'impacte de les mesures de restricció a la mobilitat i l'impacte sobre el turisme nacional i internacional van compensar amb escreix el primer efecte i van deprimir la inversió en aquesta categoria.

### Els indicadors més recents

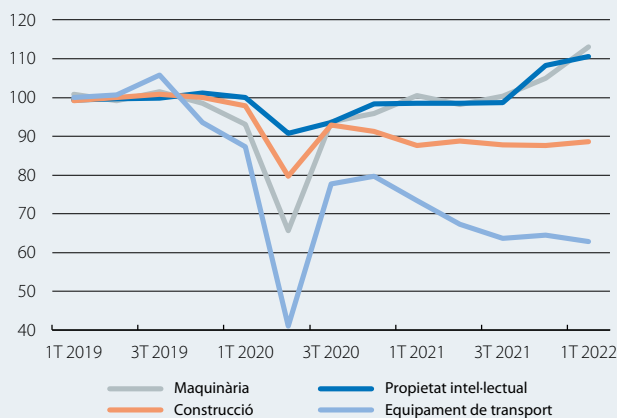
Què assenyalen els indicadors d'activitat més recents relacionats amb la inversió, en especial la relacionada amb la inversió en maquinària? Desafortunadament, encara no es disposa d'indicadors *hard*, és a dir, basats en dades fermes, per al 2T 2022. Sí que disposem, en canvi, d'indicadors *soft*, els quals fan referència al grau de confiança i a les expectatives dels agents, i d'indicadors sobre els principals condicionants de la inversió (vegeu el segon gràfic).

El grau d'utilització de la capacitat productiva a la indústria és un indicador avançat de la inversió, ja que, quan assolix nivells elevats, apunta a la necessitat d'invertir

1. Vegeu Pacce, M. J., «El comportamiento de la inversión en equipo durante la pandemia: el papel de su composición sectorial», Boletín Económico, 2/2022, Banc d'Espanya.

### Espanya: inversió

Índex (100 = 2019)



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

per incrementar la capacitat de producció i satisfer la demanda. Així mateix, el clima de confiança a la indústria també és un indicador rellevant, perquè la incertesa frena la posada en marxa de nous projectes d'inversió. Finalment, considerem les respostes a l'enquesta trimestral de la Comissió Europea a les empreses del sector industrial sobre quins són els factors que en limiten la producció.<sup>2</sup>

Tal com es pot observar al segon gràfic, en general tots els indicadors se situen per damunt de la mitjana històrica, de manera que caldria esperar un to expansiu de la inversió: el grau d'utilització de la capacitat de producció és elevat; la confiança, tot i que ha patit un deteriorament des de l'esclat del conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna, es manté en cotes similars a les dels anys anteriors a la pandèmia, i la demanda es troba en nivells relativament elevats.

No obstant això, s'aprecia un fort deteriorament de l'indicador que relaciona l'escassetat de materials o d'equipament com un dels principals obstacles per poder produir. Aquest indicador ens recorda les dificultats que està travessant el sector industrial a causa de les disrupcions en les cadenes globals de subministraments, un fenomen que hem analitzat en altres articles.<sup>3</sup>

D'aquesta manera, les perspectives de cara als propers mesos són incertes. El bon comportament dels indicadors esmentats més amunt reflecteix un entorn econòmic favorable a l'avanç de la inversió, un context marcat per l'esvaïment de l'impacte de la pandèmia i per l'impacte

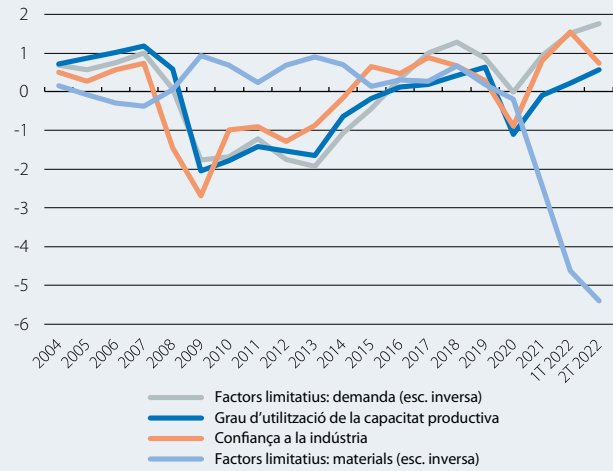
2. Al segon gràfic mostrem les respostes sobre si l'escassetat de materials o d'equipament i l'escassetat de demanda són factors limitatius, tot i que, a l'enquesta de la Comissió Europea, s'inclouen més opcions.

3. Vegeu, per exemple, «Colls d'ampolla: del per què? al fins quan?», a l'IM12/2021, o «Cadenes de subministraments: les disrupcions no refermen», a l'IM02/2022.

dels fons europeus NGEU. Recordem que l'NGEU representa un impuls inversor d'una magnitud molt elevada. Només per al 2022, els Pressupostos Generals de l'Estat contemplen inversions a càrrec de l'NGEU per una suma de gairebé 27.000 milions d'euros, el 2,2% del PIB del 2021, dels quals 10.000 van destinats a projectes relacionats amb el sector industrial i amb la digitalització de l'economia. No obstant això, l'augment de la incertesa relacionat amb les tensions bèl·liques i amb els colls d'ampolla pot retardar la implementació de molts projectes, fins i tot dels relacionats amb l'NGEU, i restar brillantor a un avanç de la inversió que, sense aquestes problemàtiques, hauria estat, sens dubte, molt vigorós.

Oriol Carreras

**Espanya: indicadors soft relacionats amb la inversió en béns d'equipament**  
 Índex estandarditzat \*



**Nota:** \* Cada sèrie ha estat estandarditzada i presenta una mitjana igual a 0 i una desviació estàndard igual a 1.

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

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	-9,5	8,8	28,7	1,9	1,5	1,6	0,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-13,6	0,6	-0,2	2,3	4,9	6,9	4,4	-1,2	1,3
PMI de manufactures (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	54,2	53,3	...
<b>Construcció</b>									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	32,0	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-12,5	9,5	0,7	22,3	32,4	41,7	42,0	...	...
Preu de l'habitatge	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	...	-	-	-
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	313,4	313,4	...	...
PMI de serveis (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	53,4	57,1	...
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	-4,1	1,5	...
Matriculacions d'automòbils	-29,3	158,0	661,0	-24,5	-17,1	-7,5	-30,2	-12,1	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,8	-12,8	-10,1	-9,1	-13,1	-17,3	-28,2	-26,9	-22,6
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada <sup>1</sup>	-2,9	3,0	5,7	4,5	4,3	4,6	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	15,5	14,8	15,3	14,6	13,3	13,6	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social <sup>2</sup>	-2,0	2,5	3,9	3,8	3,9	4,5	4,8	5,1	...
<b>PIB</b>	-10,8	5,1	17,8	3,5	5,5	6,4	-	-	-

**Preus**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
General	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	9,8	8,3	8,7
Subjacent	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	3,4	4,4	4,9

**Sector exterior**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	26,2	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	36,1	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>9,3</b>	<b>11,3</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	...	...
Béns i serveis	16,5	18,2	17,1	19,2	18,2	17,1	17,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	-7,3	-6,9	-7,9	-7,7	-6,9	-6,5	-6,5	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>13,7</b>	<b>22,3</b>	<b>15,2</b>	<b>19,7</b>	<b>22,3</b>	<b>22,9</b>	<b>22,9</b>	...	...

**Crèdit i dipòsits dels sectors no financers<sup>3</sup>**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,1	5,5	...	...
A la vista i estalvi	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	9,2	9,6	...	...
A termini i preavis	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-26,8	-26,3	...	...
Dipòsits d'AP	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,2	18,5	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	...	...
<b>Saldo viu de crèdit</b>									
Sector privat	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	...	...
Empreses no financeres	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-0,9	-0,6	-1,3	...	...
Llars - habitatges	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,3	...	...
Llars - altres finalitats	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	...	...
Administracions públiques	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,6	2,4	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	...	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	...	...	...	...

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

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

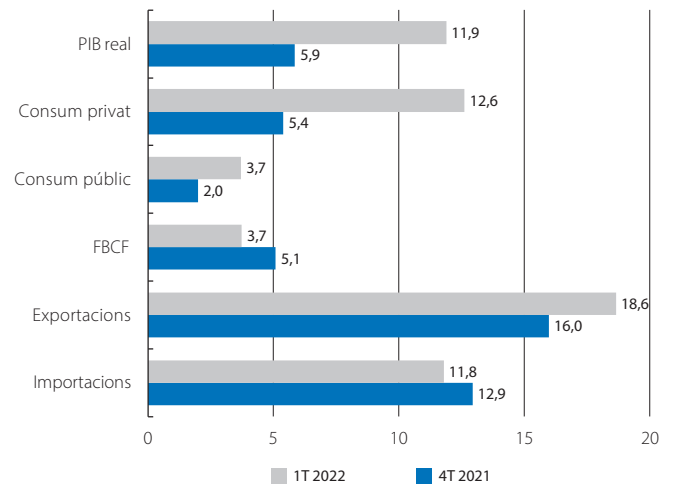
## Portugal: la bona arrencada de l'any empeny el creixement anual a la casella del 6%

Revisió a l'alça del creixement el 2022 amb la incorporació del bon resultat del 1T. L'INE va confirmar que l'economia va créixer el 2,6% intertrimestral i l'11,9% interanual en el 1T, impulsada pel consum i per la recuperació del turisme. D'aquesta manera, malgrat que l'economia s'estanqués la resta de l'any, el PIB encara creixeria el 6,3% en el conjunt del 2022. No obstant això, alguns indicis suggereixen que l'activitat es continuarà expandint, tot i que a un ritme més moderat que en el 1T, de manera que hem revisat la nostra previsió per al creixement del PIB real el 2022 fins al 6,6% des del 4,2% anterior. Els indicadors d'activitat relatius al 2T assenyalen que l'economia continua en expansió, tot i que en una fase menys dinàmica. L'indicador diari d'activitat apunta que l'activitat va créixer per damunt del 7% interanual a l'abril i al maig, amb tendència a la desacceleració (el 2,8% en els 22 primers dies de maig); tot i que, en la lectura, cal tenir en compte els diferents graus de confinament durant els mesos amb què es fa la comparació. La tendència de desacceleració també es confirma en el comportament dels indicadors de sentiment, que es moderen a gairebé tots els sectors al maig. Les majors preocupacions tenen a veure amb la marxa de la demanda i amb l'augment dels preus a tots els sectors, llevat dels serveis, on la confiança es manté gairebé estabilitzada, malgrat la notable millora al sector de l'allotjament i de la restauració.

**La inflació torna a repuntar al maig, fins al 8%.** En funció d'aquest context, el mes passat, CaixaBank Research va revisar la previsió d'inflació mitjana anual per al 2022 del 5,4% al 6%. S'observa que la inflació elevada (per damunt del 5%) s'estén ja a gairebé la meitat de la cistella de l'IPC. De fet, a l'abril, vam poder comprovar que 37 categories de la cistella presentaven taxes per damunt del 5% (32 al març), una xifra que duplica gairebé la del gener (19). Per la seva banda, la inflació subjacent va assolir al maig el 5,6% i apunta al risc d'una major persistència del fenomen inflacionista. El context continua presidit per una incertesa elevada: d'una banda, l'anunci del nou paquet de sancions, amb l'embargament gairebé total del petroli rus, pressiona a l'alça el preu del cru, però, de l'altra, mentre escrivim aquest text, està pendent de confirmació l'obertura d'un corredor marítim per a la sortida de cereals dels ports d'Ucraïna per la mar Negra, la qual cosa podria ajudar a estabilitzar els preus d'aquestes *commodities*.

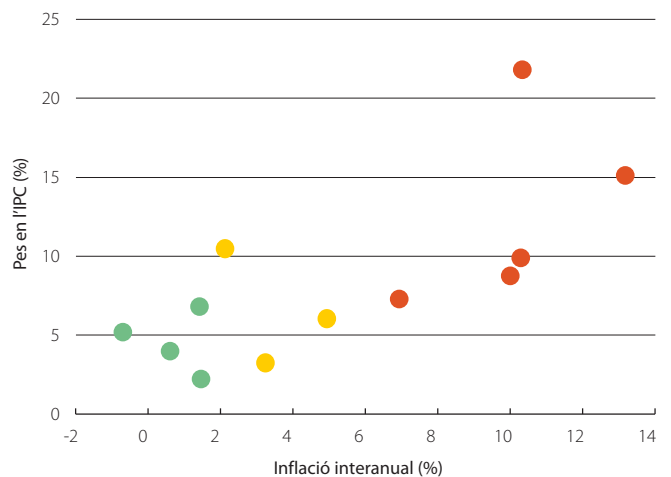
**El mercat laboral no perd impuls amb la guerra.** L'ocupació es continua recuperant de manera sòlida (el 0,4% intertrimestral i el 4,7% interanual en el 1T) i supera amb escreix els registres anteriors a la pandèmia (el 2,4%; 115.000 llocs de treball més que en el 4T 2019). La recuperació de l'ocupació s'explica per l'augment tant de l'ocupació privada (l'1,8%, +73.000 llocs de treball) com de la pública (el +6,1%, +42.000). Més concretament, l'ocupació pública va assolir les 741.288 persones, un

### Portugal: PIB i components de la demanda Variació interanual (%)



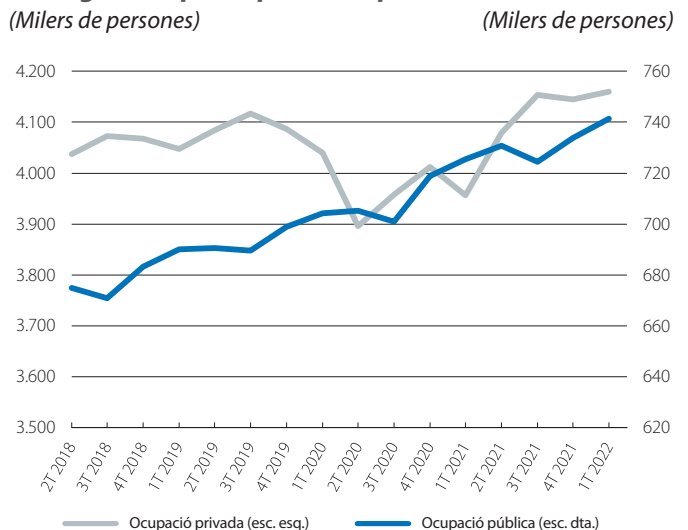
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

### Portugal: IPC de l'abril del 2022 Visió per components



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

### Portugal: ocupació privada i pública (Milers de persones)



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

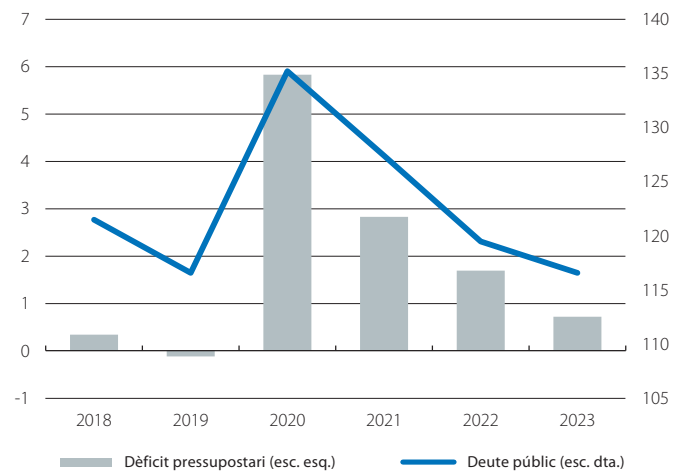
màxim des del final del 2011 (data des de la qual hi ha dades regulars per a l'ocupació pública), la qual cosa representa el 15,1% del total de població ocupada. Amb un 1T més positiu del que es preveia (la taxa d'atur va caure fins al 5,9%, en relació amb el 6,4% que esperàvem), revisem la nostra previsió de taxa d'atur per al conjunt de l'any fins al 5,9% (el 6,7% amb anterioritat).

**La normalització de l'economia retorna la consolidació presupostària.** Durant els quatre primers mesos de l'any, el dèficit pressupostari se situa en l'1,0% del PIB, significativament per sota del registre d'un any abans (el -7,2%) i de la dada del 2019 (el -1,8%). La millora en relació amb el 2021 es correspon amb un creixement notable dels ingressos (el +15% interanual), sobretot dels ingressos fiscals (en especial l'IVA), i amb una caiguda de la despesa de l'1,8% interanual. Això és degut a la reducció de les despeses per interessos i per transferències corrents, a conseqüència, en aquest cas, del menor impacte de les mesures COVID de suport a les empreses i a les famílies. Després del sorprenent resultat del dèficit pressupostari el 2021 (el 2,8% del PIB, en relació amb una previsió del 4,3%), i considerant el Pressupost de l'Estat per al 2022 presentat a l'abril, hem revisat a la baixa la nostra previsió per al saldo pressupostari fins al -1,7% del PIB el 2022 (amb anterioritat, el -2,1% en comptabilitat nacional). De la mateixa manera, la ràtio de deute públic podria caure fins al 119,5% del PIB (el 127,4% el 2021) i assolir el valor anterior a la pandèmia l'any vinent (el 116,6%).

**Exuberància del sector turístic a l'abril.** Per primera vegada des de l'aparició de la COVID-19, el nombre d'hostes i de pernoctacions es va situar l'1,6% i l'1,1%, respectivament, per damunt de les xifres registrades abans de la pandèmia. El 1T 2022 es va tancar amb xifres el 19% per sota del nombre d'hostes i de pernoctacions del mateix trimestre del 2019, però aquestes últimes dades obren perspectives molt positives per als propers mesos, que són els més forts per al sector turístic portuguès. En paral·lel, les últimes dades de l'European Travel Commission (ja després de l'inici de la guerra a Ucraïna) indiquen una intenció de viatjar durant les vacances del 2022 per damunt del 80% per part dels ciutadans d'importants mercats emissors (Espanya, Alemanya i el Regne Unit, per exemple). Les pressions inflacionistes, el preu del *jet fuel* i la falta de personal denunciada per algunes cadenes hoteleres continuen sent els principals riscos a l'horitzó.

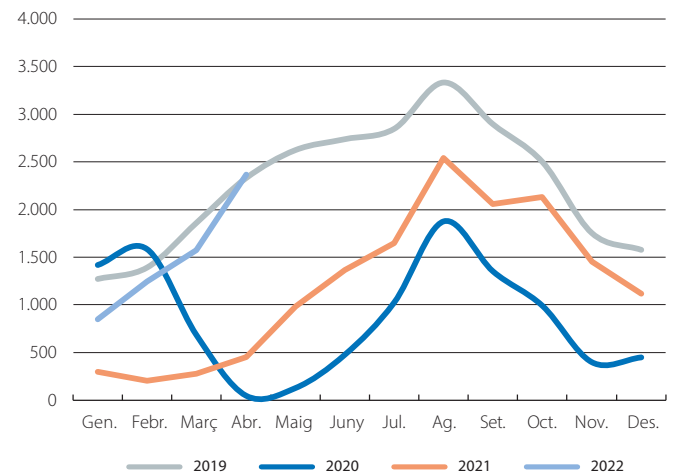
**Revisió a l'alça de la previsió per als preus de l'habitatge.** Malgrat que, mentre escrivim aquest text, encara no s'ha divulgat l'índex de preus de l'habitatge de l'INE per al 1T 2022, hem revisat a l'alça la nostra previsió per als preus el 2022 (del 7,1% al 7,7%). Les dades disponibles apunten en aquest sentit: l'índex de preus de l'habitatge de Confidencial Immobiliària va augmentar el 17% interanual en el 1T i va mantenir la mateixa línia a l'abril (el 17,5%); les dades de taxacions per a crèdits a l'habitatge també es van accelerar fins al 13% interanual a l'abril. Tot i que l'indicador de confiança del sector se situa per damunt dels nivells previs a la pandèmia, pensem que la segona meitat de l'any serà més moderada, arran de les pressions inflacionistes sobre els pressupostos familiars i del context de pujada dels tipus d'interès de referència.

**Portugal: dèficit pressupostari i deute públic**  
(% del PIB) (% del PIB)



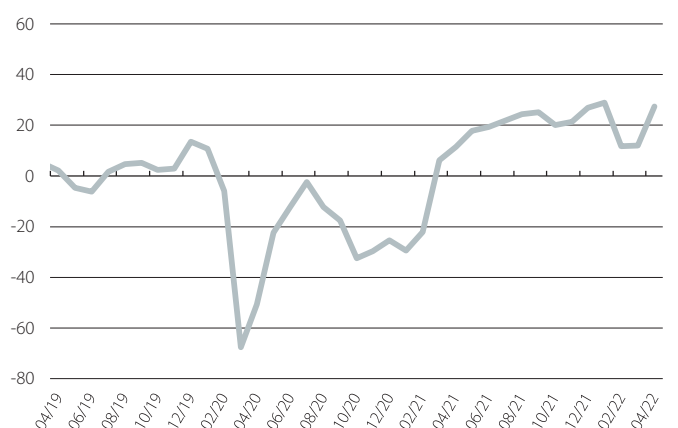
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

**Portugal: nombre d'hostes**  
(Milers)



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

**Portugal: índex de confiança al mercat immobiliari**  
(Punts)



Nota: L'índex de confiança és una mitjana del saldo net de respostes sobre preus i vendes.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Confidencial Immobiliària.



## A Portugal, la inflació moderarà la taxa d'estalvi de les famílies

Durant la pandèmia, les famílies van acumular un matalàs d'estalvi que ara ajudarà a afrontar l'augment de la inflació. El 2021, la taxa d'estalvi de les llars es va moderar lleugerament fins al 10,9% de la seva renda disponible, per sota del 12,7% assolit el 2020, però encara 3,7 p. p. per damunt del 7,2% del 2019. En xifres absolutes, el 2021, les famílies van estalviar 16.650 milions d'euros, 2.000 milions menys que el 2020, però 6.000 milions més que el 2019.

La moderació de l'estalvi el 2021 va ser deguda a un creixement del consum nominal (el 4,8%) per damunt de l'avanç de la renda disponible (el 3,2%). El 2022, és previsible que aquest comportament s'intensifiqui, en la mesura que s'espera que el consum nominal creixi al voltant del 8%-9%, impulsat per l'augment de la inflació fins a nivells superiors al 5% i per la materialització d'algunes despeses ajornades durant els confinaments; mentre que la renda disponible continuarà creixent al voltant del 3,5%. En aquest context, la taxa d'estalvi podria caure fins a nivells entre el 5% i el 7%.

No obstant això, hi ha elements que ens fan pensar que la taxa d'estalvi es podria situar en la banda alta de l'interval, en la mesura que l'augment de l'estalvi, malgrat que hagi estat transversal a totes les classes de renda,<sup>1</sup> es va concentrar en les llars de renda més elevada, que habitualment tenen més capacitat d'estalvi i són menys propenses a consumir. Així mateix, el clima més incert que es viu arran de la guerra a Ucraïna podria generar comportaments més cautelosos, que contribueixin a una reducció menys accentuada de l'estalvi.

Per la seva banda, la capacitat de finançament de les famílies es va reduir el 2021 en gairebé 3.000 milions d'euros, fins als 9.300 milions, un nivell encara molt superior als prop de 4.000 milions que es registraven en els anys previs a la pandèmia. El context de tipus d'interès baixos, de condicions financeres favorables i d'elevat estalvi acumulat va afavorir el dinamisme de la inversió en habitatge, la qual cosa explica la caiguda de la capacitat de finançament de les famílies. En efecte, el 2021, es van dur a terme 39.000 transaccions d'habitatges, que van representar el moviment de 7.000 milions d'euros, 2.000 milions més que el 2020.

En aquest context, la riquesa financera de les famílies va augmentar el 2021, en la mesura que els dipòsits van créixer més que l'endeutament. Els dipòsits van augmentar prop d'11.000 milions, fins als 173.000 milions, el 6,8% més que el 2020, mentre que l'endeutament va augmentar en 4.900 milions, fins als 144.000 milions, el 3,5% més que el 2022.

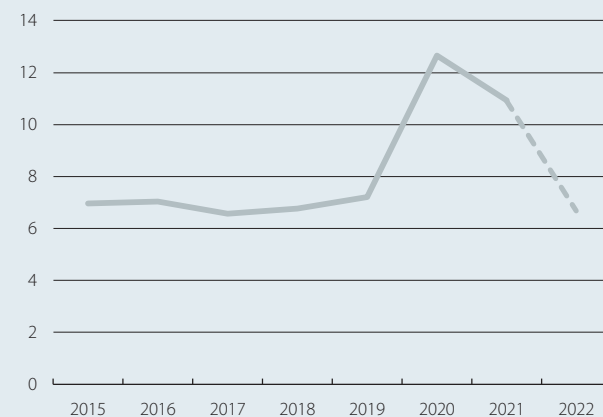
En definitiva, els estalvis acumulats durant la pandèmia i els balanços de les famílies, més equilibrats, ajudaran a afrontar una inflació excepcionalment elevada.

*Teresa Gil Pinheiro*

1. L'enquesta sobre la situació financera de les famílies (ISFF, per les sigles en portuguès) del 2020, les dades de la qual es van recollir entre l'octubre del 2020 i el febrer del 2021, indica que, el 2020, el percentatge de famílies que van estalviar més del que és habitual presenta un perfil creixent amb la renda més accentuat si el comparem amb l'enquesta anterior, realitzada el 2017. En el primer quintil de la renda, el 3% de les famílies van declarar haver estalviat més de l'habitual (el 2% el 2017); en el segon, el 6% (el 3%); en el tercer, el 9% (el 3%); en el quart, el 16% (el 6%), i, en l'últim, el 22% (el 8% el 2017).

### Portugal: taxa d'estalvi de les famílies

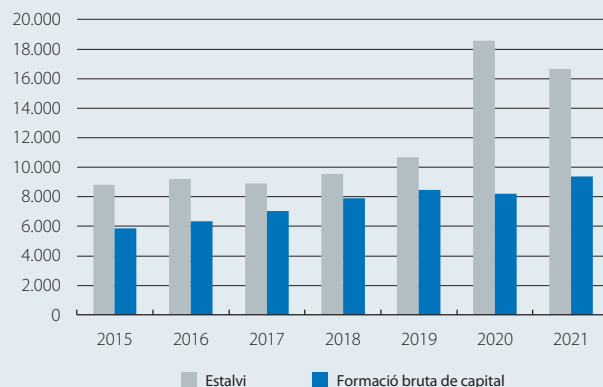
(% de renda disponible)



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

### Portugal: estalvi i inversió de les llars

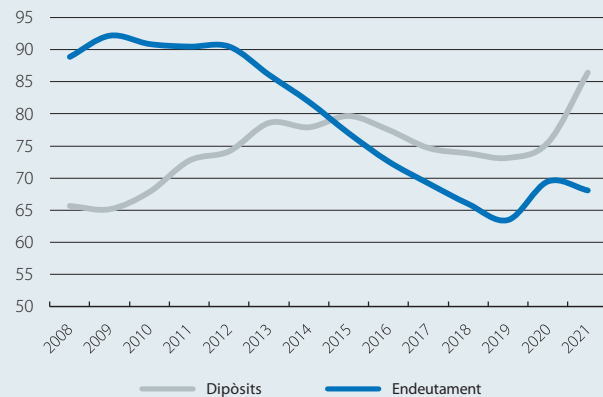
(Milions d'euros)



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

### Portugal: dipòsits i endeutament de les llars

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal i d'Eurostat.

**Indicadors d'activitat i ocupació**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
Índex coincident d'activitat	-5,5	3,1	2,8	5,3	6,1	7,0	7,1	7,0	...
<b>Indústria</b>									
Índex de producció industrial	-6,9	4,5	25,0	-4,7	-1,5	-2,3	0,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-15,3	-5,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7	-0,9	-3,0
<b>Construcció</b>									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	0,7	12,6	-28,7	-0,9	-7,2	40,0	-8,2	...	...
Compravenda d'habitatges	-11,2	20,5	58,2	22,1	17,2	-	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m <sup>2</sup> - taxació)	8,3	8,6	8,5	8,7	11,0	11,5	12,1	13,0	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	-76,2	52,0	-74,2	-38,7	52,0	259,3	259,3	304,7	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	-21,6	-2,9	-9,9	5,5	11,9	9,5	8,8	14,6	...
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	-3,0	4,9	16,5	3,1	7,3	12,7	9,9	6,3	...
Indicador coincident del consum privat	-6,2	4,8	4,9	7,5	7,3	6,4	5,9	5,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,4	-17,2	-17,3	-13,6	-13,5	-19,3	-22,1	-27,2	-32,4
<b>Mercat de treball</b>									
Població ocupada	-1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	4,7	4,0	3,5	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	5,9	5,8	5,8	...
<b>PIB</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>16,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>11,9</b>	-	-	-

**Preus**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
General	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	4,3	5,3	7,2	8,0
Subjacent	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	3,1	3,8	5,0	5,6

**Sector exterior**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Comerç de béns</b>									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	21,4	21,4	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,8	21,4	1,8	10,3	21,4	33,4	33,4	...	...
<b>Saldo corrent</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,7</b>	...	...
Béns i serveis	-3,9	-5,6	-4,1	-4,4	-5,6	-6,9	-6,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	3,2	3,2	...	...
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	...	...

**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	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Dipòsits<sup>1</sup></b>									
Dipòsits de llars i empreses	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	8,9	8,9	8,9	...
A la vista i estalvi	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	15,3	15,3	14,9	...
A termini i preavis	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,6	...
Dipòsits d'AP	-21,0	-4,1	-15,0	-5,2	-4,1	9,8	9,8	-2,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	...
<b>Saldo viu de crèdit<sup>1</sup></b>									
Sector privat	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	2,8	2,8	2,7	...
Empreses no financeres	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	1,2	1,2	1,0	...
Llars - habitatges	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	3,0	3,0	3,0	...
Llars - altres finalitats	-1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	6,4	6,4	6,4	...
Administracions públiques	-4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	5,3	5,3	4,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	...
<b>Taxa de morositat (%)<sup>2</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	...	-	-	-

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](http://www.caixabankresearch.com)

## Et recomanem:

### Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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



### Monitor 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 la Indústria manufacturera 2022

L'esclat de la guerra a Ucraïna ha intensificat alguns dels llastos que ja va patir el sector el 2021. En aquest número, analitzem els sectors més afectats pel xoc energètic, el futur de les cadenes de valor globals i la puixança del sector farmacèutic espanyol.



### Informe Agroalimentari 1S 2022

Juntament amb la situació i perspectives del sector agroalimentari en el context de la guerra d'Ucraïna, analitzem la importància de la gestió sostenible dels recursos hídrics i el valor del sector oleícola a Espanya.



### 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](http://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](http://www.cegeglobal.com)

Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

