

IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 472 | NOVEMBRE 2022



ENTORN ECONÒMIC-FINANCER

MERCATS FINANCERS

Tumult al Regne Unit, avís per a navegants

ECONOMIA INTERNACIONAL

EUA: desacceleració controlada o aterratge forçós del mercat immobiliari?

ECONOMIA ESPANYOLA

Economia en temps real: el nou portal de CaixaBank Research

Els comptes públics el 2023: augmenten els ingressos i també les despeses

DOSSIER: PERSPECTIVES 2023

Temps de transformació

Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023

La política econòmica davant el desafiament energètic: fer costat als més vulnerables sense distorsionar l'economia

Perspectives Espanya: 2023, un any carregat de reptes

INFORME MENSUAL**Novembre 2022**

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista en cap

José Ramón Díez

Director d'Economies i

Mercats Internacionals

Oriol Aspachs

Director d'Economia Espanyola

Sandra Jódar

Directora de Planificació Estratègica

Clàudia Canals i Nuria Bustamante

Coordinadores de l'*Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:

7 de novembre de 2022

ÍNDEX**1 EDITORIAL****3 LES CLAUS DEL MES****4 PREVISIONS****7 MERCATS FINANCERS**9 *Tumult al Regne Unit, avís per a navegants*

Antonio Montilla i Rita Sánchez

12 ECONOMIA INTERNACIONAL14 *EUA: desacceleració controlada o aterratge forçós del mercat immobiliari?*

Clàudia Canals

18 ECONOMIA ESPANYOLA20 *Economia en temps real: el nou portal de CaixaBank Research*

Josep Mestres i Judit Montoriol

22 *Els comptes públics el 2023: augmenten els ingressos i també les despeses*

Javier Garcia-Arenas

25 ECONOMIA PORTUGUESA26 *Habemus pactum: l'acord sobre rendes i competitivitat serà la referència fins al 2026*

Vânia Duarte

29 DOSSIER: PERSPECTIVES 202329 *Temps de transformació*

José Ramón Díez

31 *Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023*

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

33 *La política econòmica davant el desafiament energètic: fer costat als més vulnerables sense distorsionar l'economia*

Javier Garcia-Arenas i CaixaBank Research

35 *Perspectives Espanya: 2023, un any carregat de reptes*

Oriol Carreras

Geopolítica, geopolítica i, per postres, geopolítica

La prosperitat econòmica i la transformació de les societats han estat vinculades de manera indiscutible a les revolucions tecnològiques. En l'actualitat, immersos en la Quarta Revolució Industrial i enmig d'una intensa batalla geopolítica, que, probablement, desembocarà en un món multipolar, les grans economies han de decidir la seva estratègia de joc. Una estratègia que es desenvoluparà en nombrosos fronts, i on ja estem veient un paper destacat del sector públic, fins i tot en aquells països que, durant dècades, havien exemplificat de forma més evident el liberalisme econòmic, com els EUA.

De fet, fa pocs dies, el Govern de Biden va augmentar les restriccions a la compra de xips nord-americans per part d'empreses o d'individus xinesos. Limitar l'ús de tecnologies avançades és una via eficaç per frenar la capacitat de creixement d'altres països, com a mínim a curt termini. I els EUA ho tenen clar: aquesta limitació tecnològica serà una de les pràctiques a seguir per coartar la rellevància geoestratègica de la Xina, un país amb un sistema polític, social i econòmic marcadament diferent al defensat pel món occidental.

A Europa, la pandèmia primer i la guerra d'Ucraïna després han posat en relleu la gran dependència que tenim de les manufactures xineses i de l'energia russa. Una dependència que, costi el que costi, es vol reduir i que ha comportat una ampliació de la política d'«autonomia estratègica» o de «sobirania estratègica» defensada per la UE més enllà dels àmbits de la seguretat i de la defensa sobre els quals versava inicialment.

En l'actualitat, la política de major autonomia també engloba la necessitat d'incrementar la resiliència de les cadenes globals de subministrament mitjançant una disminució de la dependència de certs productes i/o de certs països estrangers, en especial dels «menys amics», així com la necessitat de defensar els valors democràtics en totes les pràctiques de la Unió.

Es tracta de línies d'actuació en què la UE no solament treballa de manera individual, sinó també juntament amb els EUA mitjançant instruments com el Consell de Comerç i Tecnologia, nascut al juny del 2021. De manera general, aquest Consell s'erigeix com un fòrum perquè les dues regions dialoguin i consensuin una agenda comuna sobre aspectes comercials i tecnològics, sempre des d'un enfocament que faci costat als valors democràtics que comparteixen. De forma més particular, un dels grups de treball del Consell se centra en augmentar la seguretat de les cadenes globals de valor, les vulnerabilitats de les quals van ser posades de manifest durant la pandèmia de la COVID-19.

Una qüestió clau ara és saber si la UE prosseguirà amb el seu enfocament més moderat en les relacions amb la resta del món (també amb la Xina) per assolir els seus objectius d'autonomia estratègica o si, en canvi, adoptarà una posició més bel·ligerant, de braçat del renovat aliat transatlàntic. Tot i que encara és aviat per conèixer l'orientació que adoptarà la nostra Unió, es pot començar a apreciar un cert viratge cap a una major tolerància a la confrontació.

Una actitud més confrontacional en esferes com la tecnològica o la comercial pot implicar enormes efectes negatius en termes de creixement econòmic a curt i a mitjà termini. Al capdavant, vivim en un món altament globalitzat, més que en cap altre moment de la història. En el cas de la UE, per exemple, la dependència o la «petjada electrònica» de la Xina és, avui dia, més important que la «petjada energètica» de Rússia en l'economia europea. I, en el cas nord-americà, els vincles amb la Xina en el sector electrònic o de maquinària són fins i tot més profunds que els de la mateixa UE amb el gegant asiàtic.

Però si una posició d'enfrontament pot implicar importants efectes no desitjats sobre l'activitat econòmica, què pot representar per al futur del nostre model polític liberal i democràtic una resposta poc contundent per part d'Occident al setge actual a l'ordre liberal internacional?

Clàudia Canals
Novembre 2022

Cronologia

OCTUBRE 2022

- 5** L'OPEP acorda retallar la producció de cru en 2 milions de barrils diaris en relació amb els nivells de l'agost del 2022.
- 23** Xi Jinping rep un tercer mandat com a secretari general del Partit Comunista de la Xina.
- 27** El BCE apuja els tipus d'interès oficials en 75 p. b.

AGOST 2022

- Estiu 2022** Onades de calor i sequera a Europa i a altres països del món.
- Estiu 2022** Disrupcions d'energia de Rússia a Europa.
- 31** Mor Mikhaïl Gorbátxov, l'últim president de l'URSS.

JUNY 2022

- 26** Cimera del G7 a Alemanya, on la guerra a Ucraïna i l'energia van ser els principals temes.
- 28** Cimera de l'OTAN a Madrid, on s'assenyala Rússia com la màxima amenaça directa.
- 30** Rússia avança en el control del Donbàs.

SETEMBRE 2022

- 8** Mor Isabel II d'Anglaterra després de 70 anys de regnat.
- 16** La mort de Mahsa Amini provoca una onada de protestes multitudinàries a l'Iran.
- 27** Sabotatge dels gasoductes Nord Stream 1 i 2.
- 30** El Consell Europeu aprova mesures per reduir la demanda energètica.

JULIOL 2022

- 7** Dimissió de Boris Johnson com a primer ministre del Regne Unit.
- 8** Assassinat de Shinzō Abe, exprimer ministre japonès.
- 28** Dimissió de Mario Draghi com a primer ministre d'Itàlia.

MAIG 2022

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

Agenda

NOVEMBRE 2022

- 1-2** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 3** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
Portugal: crèdit de nova concessió (setembre).
- 4** Espanya: producció industrial (setembre).
- 9** Portugal: ocupació (3T).
- 15** Japó: PIB (3T).
- 17** Portugal: indicadors coincidents (octubre).
- 18** Portugal: ràting Moody's.
- 25** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (setembre).
- 29** Espanya: avanç de l'IPC (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (novembre).
- 30** Espanya: execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Portugal: desglossament del PIB (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (novembre).

DESEMBRE 2022

- 2** Espanya: ràting Fitch.
Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
Portugal: producció industrial (octubre).
- 13-14** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 15** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 15-16** Consell Europeu.
- 16** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (3T).
- 23** Espanya: comptabilitat nacional trimestral (3T).
Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (octubre i 3T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (3T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (novembre).
Portugal: preus de l'habitatge (3T).
Portugal: taxa d'estalvi de les llars (3T).
- 29** Portugal: NPL (3T).
- 30** Espanya: avanç de l'IPC (desembre).
Espanya: taxa d'estalvi de les llars (3T).
Portugal: avanç de l'IPC (desembre).

Punts d'inflexió

L'economia mundial es troba en plena fase de transició, entre la resiliència que va continuar mostrant el creixement durant els mesos d'estiu i l'ajust a la baixa de l'activitat que estarien anticipant el ràpid deteriorament de les expectatives dels agents econòmics (especialment marcat a l'octubre) i l'enduriment de les condicions financeres. Amb riscos que poden moure l'agulla, com la política de COVID zero a la Xina o les tensions geopolítiques.

La clau per als propers mesos serà assolir el punt d'inflexió en el comportament de la inflació, moment en què es pot albirar el final del procés de pujades dels tipus d'interès més agressiu dels 40 últims anys, la qual cosa, previsiblement, reduiria la volatilitat en el comportament dels mercats financers. I, ara com ara, no hi ha gaires novetats, perquè continuem acumulant sorpreses negatives generalitzades (amb excepcions com la d'Espanya), entre les quals destaca l'augment dels preus a l'octubre a la zona de l'euro fins al 10,7%, impulsat per l'evolució negativa de països com Alemanya (l'11,6%), Itàlia (el 12,8%) o els Països Baixos (el 16,8%). Gairebé dos anys després de l'inici del procés inflacionista, continuem assistint a nous màxims mes rere mes, mentre que els diferents xocs d'oferta s'han anat filtrant de forma generalitzada a tots els sectors, com ho posa de manifest que, a la zona de l'euro, gairebé el 60% de la cistella de l'IPC (el 45% en el cas de la subjacent) presenta creixements anuals de preus superiors al 5%. Però el més important és que som lluny d'entendre la mutació que està experimentant la inflació i les seves implicacions potencials a mitjà termini sobre el creixement, sobre els tipus d'interès d'equilibri, etc.

A curt termini, els incipients senyals de baixades dels costos de transport (contenedors, etc.) i de recuperació de les existències poden estar anticipant una neteja gradual dels colls d'ampolla i, per tant, millores en les primeres etapes del procés de formació de preus, precisament on es van començar a originar els problemes fa dos anys. A més a més, els futurs dels preus del gas per a l'any 2023 s'han reduït el 25% en les últimes setmanes i reflecteixen els avanços en les respostes de política energètica a Europa i els elevats nivells assolits per les existències de gas (el 95% de la capacitat d'emmagatzematge).

És a dir, no hauríem de ser gaire lluny del punt de gir en el comportament de la inflació general als països industrialitzats, ja que, a la millora de les restriccions pel costat de l'oferta, s'unirà l'intens refredament de l'activitat que s'anticipa de cara als sis propers mesos. El gran enigma serà el

ritme al qual els preus tornaran als objectius dels bancs centrals. Les expectatives d'inflació descomptades pels mercats financers anticiparien que la inflació es podria situar per sota del 5% a partir de l'estiu vinent a Europa i als EUA, però, segons aquestes lectures, caldrà esperar gairebé dos anys més per veure com s'aproxima al 2%. Per tant, la primera part del camí cap a l'objectiu es podria recórrer durant el semestre vinent, però, a partir d'aquí, augmentarà el pendent del trajecte, tenint en compte factors de caràcter estructural com la desglobalització, el risc geopolític o la transició energètica. Tot això pot posar a prova la tolerància de les autoritats monetàries a les desviacions de l'objectiu d'1 o de 2 p. p., sobretot, si el preu que cal pagar en termes d'ocupació o de riscos per a l'estabilitat financera és elevat. Fins i tot es podria arribar a reobrir el debat sobre la idoneïtat d'unes metes dissenyades en un context econòmic ben diferent de l'actual.

Ara com ara, després dels dubtes del 2021, els tipus d'interès mundials han pujat en 3 p. p. el 2022, la qual cosa els situa, en la majoria dels casos, en zona restrictiva. A hores d'ara, la incògnita és encara quins efectes tindrà aquest sobtat enduriment monetari sobre l'activitat i sobre l'ocupació a curt termini, tenint en compte que també poden estar canviant els retards en la transmissió de la política monetària a les variables reals. És per això que, d'ara endavant, cal esperar una moderació en la intensitat de les pujades dels tipus d'interès, que s'haurà de combinar de manera adequada amb els programes de reducció del balanç, en un entorn de nerviosisme elevat als mercats financers. Però el més important serà acabar d'entendre què explica les dinàmiques de la inflació, monitorar la senda de normalització cap a objectius i intentar anticipar si, després de la tempesta, assistirem a un canvi de règim en el comportament dels preus. Més que res, per evitar sobreaccions innecessàries i doloroses.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	4,75	3,50
Líbor 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,75	4,75	3,50
Líbor 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	4,90	4,50	3,50
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,62	4,20	4,00	3,00
Deute públic 10 anys	4,70	2,57	0,93	1,45	3,80	3,50	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,50	3,00	2,50
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,92	2,47	2,17
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,56	-0,60	2,03	2,53	2,23
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,14	2,59	2,29
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,35	2,66	2,40
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	-0,50	-0,50	2,56	2,73	2,51
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	-0,73	-0,69	1,75	2,25	2,25
Deute públic 10 anys	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,00	2,70	2,70
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,23	2,77	2,80
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,47	3,04	3,05
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,30	3,80	3,70
Prima de risc	11	164	62	73	130	110	100
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,41	3,02	3,08
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,70	3,28	3,30
Deute públic 10 anys	4,49	4,68	0,02	0,34	3,35	3,85	3,75
Prima de risc	19	314	60	65	135	115	105
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,00	1,05	1,10
EUR/GBP (lliures per euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETROLI							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	95,0	94,0	83,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	95,0	89,5	75,5

Previsions

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

Economia internacional

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CREIXEMENT DEL PIB							
Mundial	4,5	3,3	-3,0	6,0	3,1	2,7	3,3
Països desenvolupats	2,6	1,4	-4,4	5,2	2,4	1,0	1,6
Estats Units	2,7	1,7	-2,8	6,0	1,6	1,1	1,7
Zona de l'euro	2,2	0,8	-6,2	5,3	3,1	0,2	1,6
Alemanya	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,6	-0,2	1,2
França	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,5	0,6	1,5
Itàlia	1,5	-0,3	-9,1	6,6	3,4	-0,2	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,3	0,6	2,3
Espanya	3,7	0,6	-11,3	5,5	4,5	1,0	1,9
Japó	1,4	0,4	-4,6	1,7	1,5	1,7	1,2
Regne Unit	2,6	1,3	-9,3	7,4	3,5	-1,3	-0,4
Països emergents i en desenvolupament	6,5	4,9	-1,9	6,6	3,5	4,0	4,5
Xina	10,6	8,0	2,2	8,1	3,0	5,2	5,0
Índia	7,2	6,8	-6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	-3,9	4,6	1,8	0,9	1,8
Mèxic	2,4	1,9	-8,1	4,8	1,9	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	-2,7	4,8	-8,1	-3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	3,1	3,0	3,2
Polònia	4,2	3,6	-2,1	6,0	5,6	2,6	3,4
INFLACIÓ							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Països desenvolupats	2,1	1,6	0,7	3,1	7,1	4,0	2,0
Estats Units	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	3,4	2,0
Zona de l'euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,1	5,1	2,1
Alemanya	1,7	1,4	0,4	3,2	8,2	5,2	2,2
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,1	2,0
Itàlia	2,4	1,4	-0,1	1,9	7,7	4,8	2,0
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
Espanya	3,2	1,3	-0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Japó	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,2	1,9	1,0
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	8,9	5,5	2,3
Països emergents	6,7	5,6	5,1	5,9	9,7	7,4	5,6
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,9	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,6	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	10,5	5,1	4,0
Mèxic	5,2	4,2	3,4	5,7	7,2	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	14,7	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	69,3	36,4	29,0
Polònia	3,5	2,0	3,7	5,2	11,2	7,0	3,7

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 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	3,6	0,0	-12,4	6,1	-0,1	-0,7	2,5
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	-1,3	1,0	0,7
Formació bruta de capital fix	5,6	-1,4	-9,7	0,9	5,1	1,8	2,0
Béns d'equipament	4,9	0,1	-13,3	6,3	5,0	-1,3	3,0
Construcció	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,9	3,9	1,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,6	-0,2	-8,6	4,3	0,7	0,2	1,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	-19,9	14,4	18,5	2,6	1,9
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,0	0,7	2,0
Producte interior brut	3,7	0,6	-11,3	5,5	4,5	1,0	1,9
Altres variables							
Ocupació	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,2	0,5	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,8	13,1	12,8
Índex de preus de consum	3,2	1,3	-0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,5	3,2	2,1
Saldo op. corrents (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,5	1,3	1,6
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	2,3	2,5
Saldo públic (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-10,3	-6,9	-4,5	-4,3	-3,6

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

Previsions

Economia portuguesa

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregats macroeconòmics							
Consum de les llars	1,7	0,5	-6,9	4,7	5,0	0,5	2,0
Consum de les AP	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,0	-0,2	-0,2
Formació bruta de capital fix	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	1,7	3,8	8,4
Béns d'equipament	3,2	2,6	-5,4	13,9	-	-	-
Construcció	-1,5	-2,6	1,0	5,5	-	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,8	4,0	0,9	2,9
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	-18,8	13,5	16,5	4,3	6,6
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	-11,8	13,3	10,1	5,0	7,8
Producte interior brut	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,3	0,6	2,3
Altres variables							
Ocupació	0,4	-0,5	-1,9	2,8	1,6	-0,3	0,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	5,9	6,4	6,1
Índex de preus de consum	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
Saldo op. corrents (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-1,1	-2,7	-2,3	-1,7
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	0,7	2,1	2,1	2,3
Saldo públic (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-1,5	-1,3	-0,7

Previsions

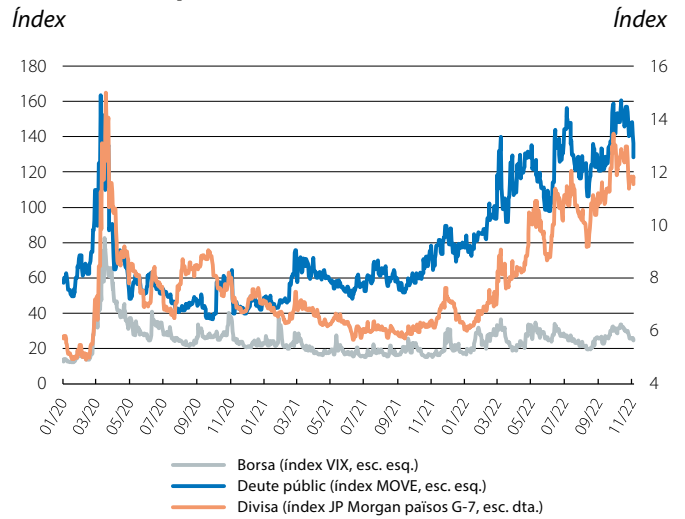
Setmanes d'anades i tornades als mercats financers

Octubre: primera meitat de tornada, segona meitat d'anada. L'inici del 4T ha mantingut la tònica de volatilitat i d'incertesa als mercats financers, tot i que sota un patró de «menys a més» al llarg d'octubre. Així, les primeres setmanes del mes es van caracteritzar per un nou tensionament de les condicions financeres, derivat dels senyals de persistència en les pressions inflacionistes, de l'escalada de les tensions geopolítiques i de la tempesta generada després de l'anunci d'un pla d'estímul fiscal al Regne Unit. Les sessions posteriors van veure una millora notable del sentiment de l'inversor, la qual cosa va permetre que els principals actius de risc tanquessin l'octubre en números verds. Entre altres factors, l'optimisme de la segona part del mes s'explica per la possibilitat que, amb el clar refredament de les dades econòmiques, els bancs centrals decidissin, en els propers mesos, alentir el ritme de pujades dels tipus oficials. Una idea que, malgrat tot, va perdre força després de la reunió de la Reserva Federal als EUA al començament de novembre.

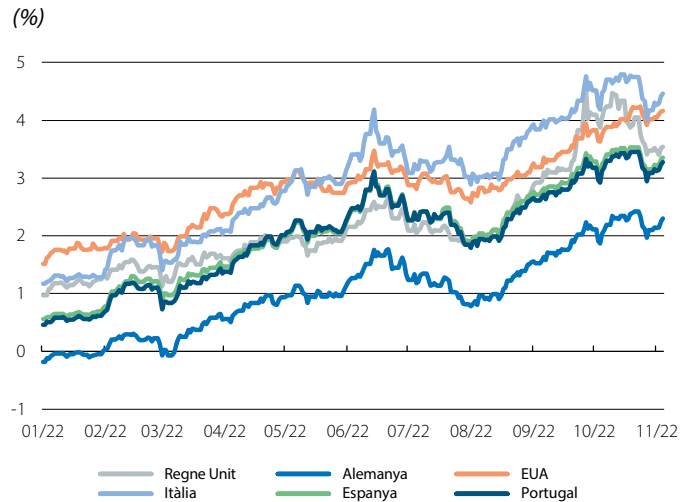
El Regne Unit, a l'epicentre de la tempesta. La resolució de la crisi política al Regne Unit també va ser un factor que va incentivar la major apetència pel risc durant la segona meitat d'octubre. Els mercats financers van rebre de manera positiva l'elecció de Rishi Sunak com a primer ministre i, en concret, la seva decisió de mantenir Jeremy Hunt com a responsable d'Economia. Les expectatives que el nou Govern es mantingui en la senda de rectitud fiscal, després de la marxa enrere de les mesures anunciades per la ja destituïda Liz Truss, va permetre que es recuperessin la majoria de les pèrdues en la lliura esterlina o en els bons britànics. Segons el nostre parer, aquest episodi d'estrès financer al Regne Unit és un avís per a navegants que, en un context d'enduriment de la política monetària, la capacitat de maniobra de la política fiscal estarà una altra vegada molt influenciada per l'escrutini dels mercats financers (vegeu el Focus «[Tumult al Regne Unit, avís per a navegants](#)», en aquest mateix informe).

El BCE manté el ritme de pujades i pondera l'estratègia de reducció del seu balanç, que, segons la presidenta Christine Lagarde, es debatrà en la propera reunió del desembre. D'aquesta manera, el tipus oficial de la facilitat de dipòsit es va incrementar a l'octubre en 75 p. b. fins a l'1,50%. Lagarde va confirmar que els pròxims ajustos es decidiran de reunió en reunió i en funció de les dades econòmiques. D'altra banda, el BCE va decidir modificar les condicions aplicades als TLTRO a partir del novembre. En línies generals, el to *dovish* de l'última reunió es va transmetre en una revisió a la baixa dels implícits dels mercats monetaris i en un descens de la rendibilitat del deute sobirà, moviments que, malgrat tot, es van veure parcialment revertits al començament de novembre. A Itàlia, la prima de risc s'ha reduït fins al voltant dels 210 p. b. (el 4 de novembre), després de la formació del nou Govern de Giorgia Meloni, que va confirmar la seva intenció de no desviar-se del programa de reformes pactat amb Brussel·les. Un altre factor positiu

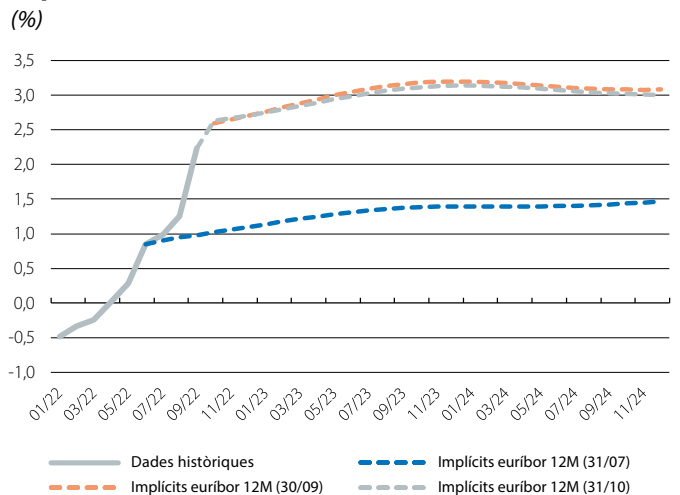
Volatilitat implícita als mercats financers



Rendibilitat del deute sobirà a 10 anys



Euribor a 12 mesos, dades històriques i tipus implícits als mercats monetaris



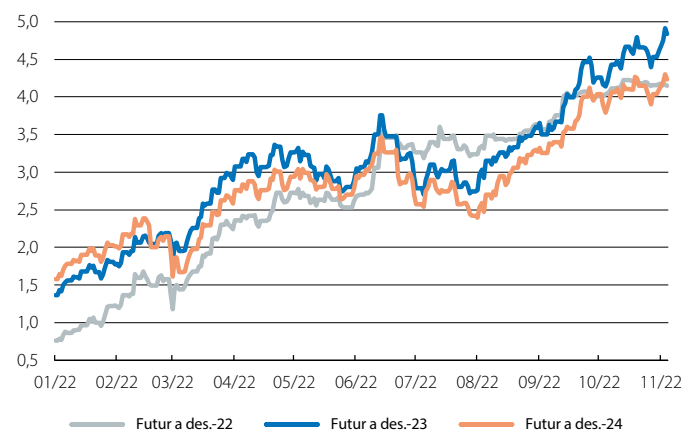
per al deute perifèric va ser l'anunci que el Govern alemany es-taria a favor d'un nou fons de préstecs finançat amb deute comunitari.

La Fed també va pujar els tipus en 75 p. b., tot i que s'albira un ritme d'ajust menor. Així, en la reunió del començament de novembre, va decidir mantenir el ritme de pujades per situar el tipus d'interès oficial en l'interval 3,75%-4,00%. Al comunicat oficial, el president Jerome Powell va emfatitzar que el banc central podria disminuir la velocitat dels ajustos tan aviat com al desembre, tot i que també va deixar clar que és molt prematur pensar en una pausa en les pujades i que molt probablement hauran de dur els tipus d'interès a un nivell més elevat que el comentat en la reunió del setembre (el 4,50%-4,75%, segons el *dot plot*). Altres bancs centrals d'alguns països avançats ja havien anunciat pujades de tipus més reduïdes, tant al Canadà (50 p. b., fins al 3,75%) com a Noruega (25 p. b., fins al 2,50%) o a Austràlia (25 p. b., fins al 2,85%). Mentrestant, el Banc del Japó va reiterar la seva intenció de mantenir el biaix ultraacomodatric en la política monetària, la qual cosa va intensificar la tendència de feblesa del ien en relació amb el dòlar.

Repunt (temporal) de l'euro i de la renda variable, excepte a la Xina. La major apetència pel risc durant la segona meitat d'octubre es va reflectir en un afebliment del dòlar nord-americà, que, en el canvi amb l'euro, va tancar el mes d'octubre a la vora de la paritat. Aquest comportament, però, es va veure revertit al començament de novembre, després de la reunió de la Fed. Per la seva banda, els índexs borsaris van escurçar les caigudes registrades des de l'inici d'enguany. A més dels factors ja esmentats, aquests actius van trobar suport en la temporada de resultats empresarials, que, llevat d'alguns sectors (com el tecnològic), no es van allunyar gaire del consens dels analistes. L'excepció va ser la Xina: els índexs de referència de la borsa de Shanghai i de Hong Kong van registrar pèrdues notables a l'octubre després de l'enduriment del discurs autoritari durant el XX Congrés Nacional del Partit Comunista xinès i del deteriorament de la situació sanitària.

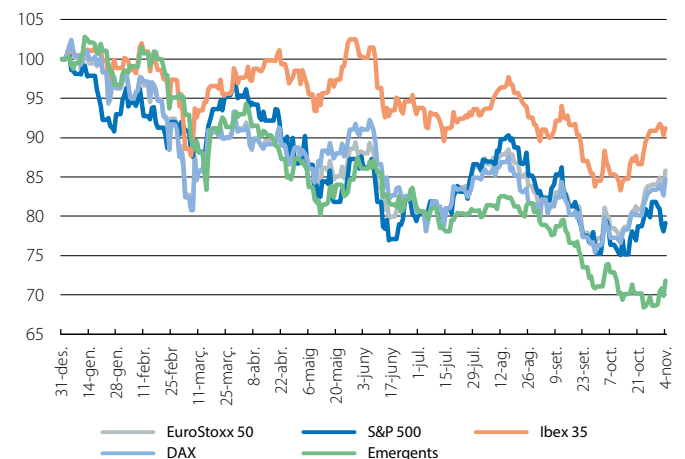
La bombolla del gas es desinfla, tot i que amb alts i baixos. La climatologia favorable a l'hemisferi nord, l'auge dels inventaris de gas natural a Europa (fins al 95% del total de reserves) i l'augment de l'oferta de gas natural liquat dels EUA van afavorir el descens dels preus del gas natural europeu (el TTF holandès) fins als nivells més baixos en quatre mesos al final d'octubre, una tendència que, malgrat tot, es va revertir de forma moderada al començament de novembre. En aquest sentit, també van contribuir a la correcció l'aplicació de les mesures d'estalvi del consum a la majoria de països de la UE i l'avanç en les negociacions per establir un topall al preu del gas. En canvi, el preu del barril de Brent, malgrat que es va continuar mostrant molt volàtil, va acabar l'octubre amb guanys pròxims al 10%. A més del relaxament del tipus de canvi del dòlar, la possible flexibilització de la política de COVID zero a la Xina va millorar les perspectives sobre la demanda futura de cru, en un context de retallades de la producció per part dels països productors i a l'avantsala de l'entrada en vigor de l'embargament del cru rus per part de la UE a partir del desembre.

Futurs del tipus d'interès de referència de la Reserva Federal (%)



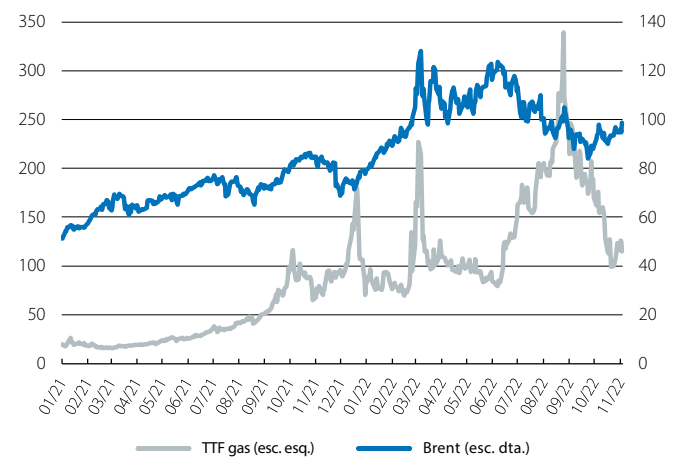
Nota: Dades a 4 de novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Principals índexs borsaris (100 = 31 desembre 2021)



Nota: Dades a 4 de novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preus del gas i del petroli (Euros per MWh) (Dòlars per barril)



Nota: Dades a 4 de novembre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Tumult al Regne Unit, avís per a navegants

Una conseqüència inevitable del procés de normalització i enduriment de la política monetària és que, després d'anys de dosificació i anestèsia per la bateria d'estímuls dels bancs centrals, els mercats recuperen una part del seu poder d'escrutari i, per tant, de disciplinar el disseny i l'execució de la política econòmica, tant en l'àmbit monetari com, sobretot, en l'esfera fiscal.

No és estrany que, en un context d'elevada volatilitat i de poca visibilitat sobre l'escenari econòmic, qualsevol anunci que qüestionï la sostenibilitat de les finances públiques o que augmenti la probabilitat d'impagament sigui penalitzat pels «vigilants dels mercats» amb fortes pèrdues en els actius de referència involucrats, un risc que, dut a l'extrem, pot amenaçar l'estabilitat del sistema financer.

Per tant, ens trobem en un moment d'extrema fragilitat, on més que mai sembla fonamental evitar una descoordinació entre la política fiscal i la política monetària i minimitzar, així, el risc d'episodis de pànic financer. Que l'incident més recent d'aquest tipus hagi succeït al Regne Unit, un país amb uns mercats profundament líquids i amb una moneda que encara serveix de referència internacional, és, indubtablement, un avís per a navegants que la marea està alta i el cel encapotat.

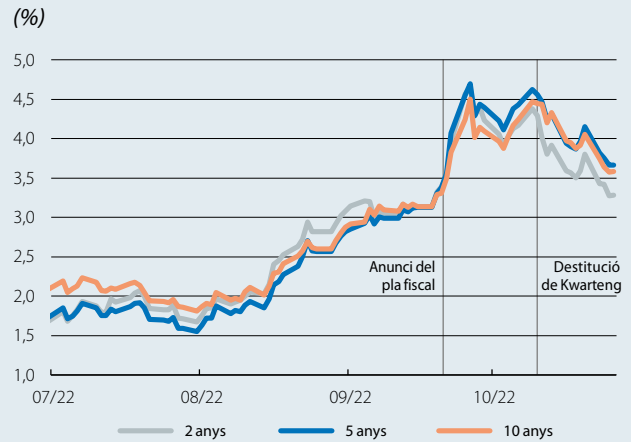
El Regne Unit i el seu efímer estímul fiscal

El pla d'arrencada de la (ja destituïda) primera ministra Liz Truss pretenia afrontar la crisi provocada per l'encariment dels costos energètics aprovant la major rebuixa fiscal de la seva història: 146.000 milions de lliures fins al 2027. Aquesta xifra s'havia d'assolir, principalment, amb la cancel·lació de la pujada ja anunciada de l'impost de societats fins al 25% (en l'actualitat, en el 19%, molt per sota de la mitjana del 23,5% de l'OCDE) i amb una disminució del tipus aplicat en alguns trams de l'impost sobre la renda. Així mateix, es proposava anul·lar l'increment de les cotitzacions a la Seguretat Social adoptat per l'Executiu de Boris Johnson. D'altra banda, el Pla contemplava mesures específiques addicionals per atenuar l'impacte de la pujada de la factura energètica: l'*Energy Bill Relief*, fins al març del 2023, i l'*Energy Price Guarantee*, fins al 2024.¹

Així i tot, l'estratègia fiscal pretenia augmentar el creixement tendencial de l'economia britànica fins al 2,5%, des de l'1,5% registrat en els últims anys. El seu taló d'Aquil·les, però, era que no detallava les mesures compensatòries per contrarestar el possible deteriorament de les mètriques fiscals. De fet, l'Institut d'Estudis Fiscals britànic va advertir del fet que la ràtio de deute sobre el PIB augmentaria de manera preocupant i que, fins i tot, podria supe-

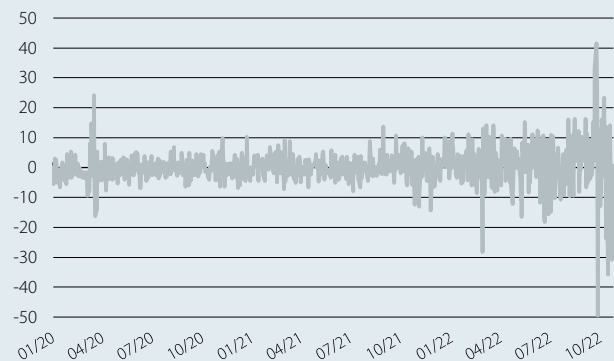
1. La factura de l'energia de les famílies es limita a 2.500 lliures a l'any fins al 2024, la qual cosa podria tenir un cost proper als 100.000 milions en els dos pròxims anys.

Regne Unit: tipus d'interès del deute públic



Regne Unit: variació interdiària en la rendibilitat del bo sobirà

(p. b.)



rar el 94% del PIB el 2027, des del 84% del 2021.² A més a més, les mesures específiques per afrontar la pujada dels preus de l'energia incrementarien el dèficit públic per damunt del 9,0% del PIB l'any fiscal 2022-2023 (en relació amb el 4,0% estimat per l'Oficina de Pressupostos britànica a l'abril).

Els dubtes sobre el compromís de l'Executiu de Truss amb l'estabilitat de les finances públiques i els temors que la inflació es disparés van propiciar una reacció molt adversa i contundent dels mercats financers: la lliura esterlina va marcar mínims de cotització en relació amb el dòlar des de la dècada del 1980, al mateix temps que els títols del deute registraven caigudes en preu tan contundents que es va arribar a témer per l'estabilitat dels fons privats de pensions, que es van veure forçats a cobrir marges per donar

2. Vegeu «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path», The Institute for Fiscal Studies, setembre del 2022.

suport a les carteres d'actius (vegeu el primer i el segon gràfic). En aquest context, el Banc d'Anglaterra es va veure obligat a intervenir amb un programa de compres de deute públic sense límit d'import, però que finalitzava el 14 d'octubre, la qual cosa no va esvaïr els temors sobre l'estabilitat dels mercats de deute a mitjà termini.

La insuportable pressió dels mercats, sumada a les crítiques al pla d'organismes com l'FMI, va obligar a canviar de rumb: Kwasi Kwarteng, el ministre d'Economia responsable del Pla, va ser destituït a mitjan octubre, i el seu substitut, Jeremy Hunt, va presentar una proposta que tirava enrere les rebaixes impositives per valor de 113.000 milions de lliures, dels 146.000 milions anunciats inicialment.

Aquest canvi de sentit va contribuir a calmar els mercats i va permetre que el banc central reprengués l'estratègia de normalització de la política monetària. No obstant això, el dany reputacional ja estava fet, i la mateixa Liz Truss es va veure obligada a dimitir, la qual cosa la converteix en el cap de Govern amb el mandat més breu de la història britànica. Rishi Sunak, escollit recentment com a substitut, va decidir mantenir Jeremy Hunt com a responsable d'Economia i va avalar l'estratègia de major rectitud fiscal, tot i que encara queden dubtes sobre la dimensió del buit fiscal generat pel deteriorament de les perspectives econòmiques i per l'augment dels costos de finançament.

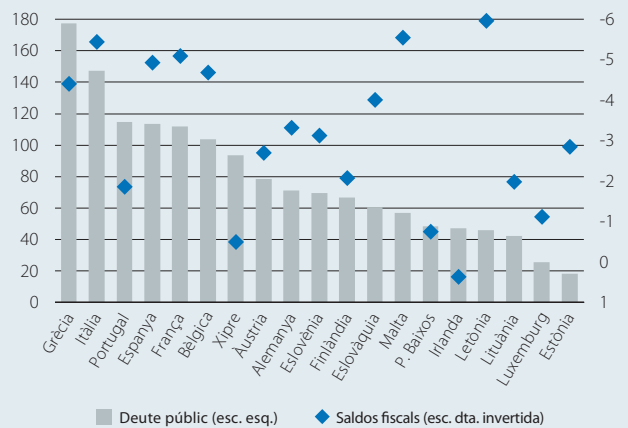
Europa, la baula més feble entre els avançats

Deixant de banda els mercats emergents, a les economies avançades, els riscos de remolins financers a la «britànica» tendeixen a ser més elevats als països amb una major necessitat de finançament extern (reflectit en saldos deficitaris al compte corrent), amb una posició fiscal menys sòlida (vegeu el tercer gràfic) i amb unes perspectives menys favorables de creixement econòmic.

Entre aquests països, destaca la vulnerabilitat d'alguns europeus, que s'enfronten a la crisi energètica amb un repunt marcat de la inflació, amb uns comptes públics molt deteriorats després de la pandèmia i amb unes perspectives econòmiques especialment febles dins el marc de refredament econòmic global.

Els Governos estan implementant, des de l'octubre de l'any passat, diferents mesures per protegir les famílies i les empreses, que, fins avui, estíem que, de mitjana, representen gairebé el 5,0% del PIB de la zona de l'euro, tot i que amb divergències importants entre països. No obstant això, el deteriorament de la situació des de l'estiu pressiona per implementar mesures addicionals, la qual cosa, si es fes de manera indiscriminada, podria ser contraproductiu. No és forassenyat pensar que unes mesures fiscals excessivament expansives podrien estendre les pressions inflacionistes, la qual cosa, probablement, forçaria el BCE a aprovar pujades de tipus més agressives, amb el resultat

Zona de l'euro: deute públic i saldo fiscal el 2022
(% del PIB)



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

de costos de finançament més elevats i de refredament més intens de l'economia.

En aquest sentit, i en línia amb el que va publicar l'FMI al seu Monitor Fiscal, les polítiques fiscals que s'adoptin per alleujar la crisi actual s'han de dissenyar de manera que interfereixin el menys possible amb l'objectiu dels bancs centrals i, alhora, han de tenir en compte les vulnerabilitats derivades dels elevats deutes públics. A més a més, cal implementar mesures consensuades entre tots els països per evitar que els que tinguin un major marge de manobra fiscal puguin adoptar mesures més severes.³

Pel que fa als països de l'euro, Itàlia es manté en el radar dels inversors, ja que, després de la contundent victòria de la coalició de dretes, liderada per la formació de Giorgia Meloni, es troba en ple procés de formació de Govern. I és que el nou Executiu hereta una situació econòmica força complicada: Itàlia és, juntament amb Alemanya, un dels països més afectats pel tall de gas rus. Sembla que el país està abocat a una recessió, després de més d'una dècada amb un creixement econòmic baix.

En aquest sentit, l'Administració de Meloni s'enfronta al repte d'instrumentar mesures que alleugin el malestar social creixent, però que, al mateix temps, assegurin l'estabilitat dels comptes fiscals per aconseguir que el deute públic, en el 150% del PIB el 2021, dibuixi una senda descendent en els propers anys. També cal mantenir al dia l'agenda de reformes pactada per la UE per continuar rebent els fons comunitaris i, implícitament, la protecció del BCE per la via del seu instrument antifragmentació TPI, si fos necessari. *Buona fortuna, Giorgia!*

Antonio Montilla i Rita Sánchez

3. Alemanya treballa en un pla d'emergència de 200.000 milions d'euros (més del 5,0% del PIB) que desperta recels entre els socis europeus, ja que, sense una eina fiscal comuna, el pla augmenta el risc de fragmentació del bloc.

Tipus d'interès (%)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,00	1,25	75	200,0	200,0
Euríbor 3 mesos	1,70	1,17	53	227,6	227,7
Euríbor 12 mesos	2,63	2,56	7	313,1	311,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,08	1,71	37	271,7	276,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	1,94	1,76	18	255,6	259,0
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,14	2,11	3	231,9	231,0
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,23	3,29	-6	266,0	270,4
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,15	3,18	-3	268,3	272,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	3,25	3,25	0	300,0	300,0
Líbor 3 mesos	4,46	3,75	71	425,1	432,1
Líbor 12 mesos	5,45	4,78	67	486,5	509,1
Deute públic a 1 any	4,60	3,93	67	422,6	444,7
Deute públic a 2 anys	4,48	4,28	20	375,0	401,7
Deute públic a 10 anys	4,05	3,83	22	253,8	244,4

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	114	135	-22	65,7	63,1
Itraxx Financer Sènior	123	148	-25	68,4	65,8
Itraxx Financer Subordinat	220	272	-51	112,1	110,1

Tipus de canvi

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	0,988	0,980	0,8	-13,1	-14,9
EUR/JPY (iens per euro)	146,970	141,880	3,6	12,3	11,0
EUR/GBP (lliures per euro)	0,862	0,878	-1,8	2,5	1,6
USD/JPY (iens per dòlar)	148,710	144,740	2,7	29,2	30,4

Primeres matèries

	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	549,6	559,5	-1,8	-5,0	-3,3
Brent (\$/barril)	94,8	88,0	7,8	21,9	15,7
Or (\$/unça)	1.633,6	1.660,6	-1,6	-10,7	-7,7

Renda variable

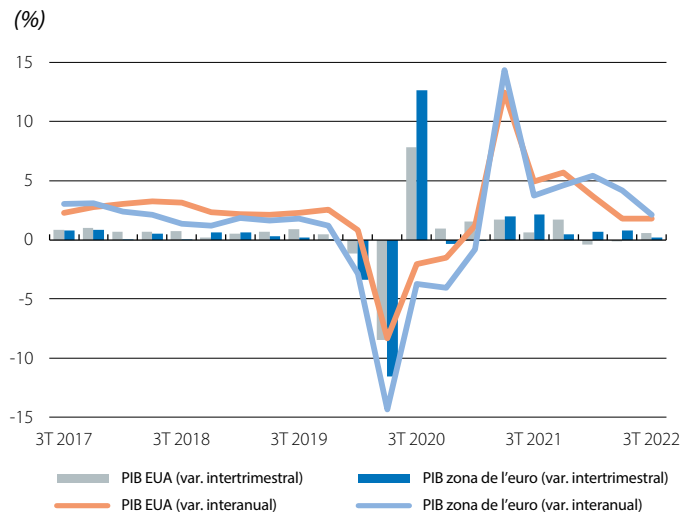
	31-octubre	30-setembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	3.872,0	3.585,6	8,0	-18,8	-16,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.617,5	3.318,2	9,0	-15,8	-16,1
Ibex 35 (Espanya)	7.956,5	7.366,8	8,0	-8,7	-11,9
PSI 20 (Portugal)	5.718,3	5.302,8	7,8	2,7	0,5
Nikkei 225 (Japó)	27.587,5	25.937,2	6,4	-4,2	-6,5
MSCI emergents	848,2	875,8	-3,2	-31,2	-32,8

On és l'ull de l'huracà?

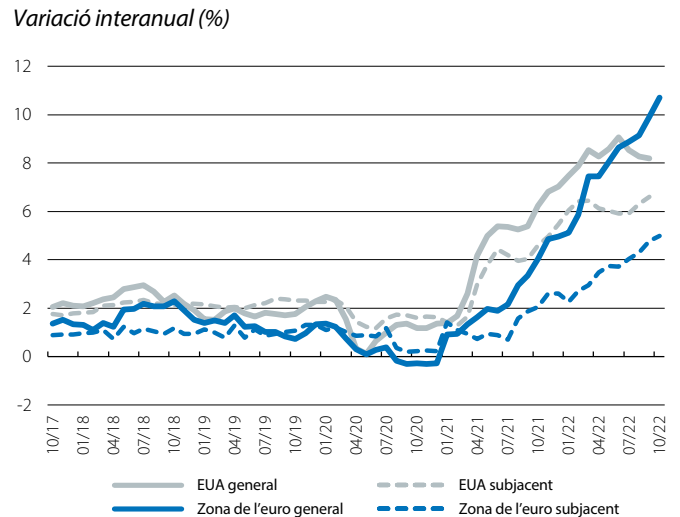
La petjada de la política monetària i de la crisi energètica es comença a sentir a les economies avançades. El creixement del PIB de la zona de l'euro en el 3T 2022 va ser millor del que s'esperava, però la probabilitat de veure reculades en els propers mesos és significativa. Així, el PIB va créixer el 0,2% en termes inter trimestrals (vs. el 0,8% en el 2T), la qual cosa correspon a un avanç interanual del 2,1%. Les sorpreses més positives van arribar des d'Alemanya, que, amb un avanç del 0,3% intertrimestral, va aconseguir evitar una contracció, i des d'Itàlia, que va registrar, en aquest trimestre, un creixement del 0,5% intertrimestral. Aquesta resistència d'algunes de les economies més grans de la zona de l'euro es pot explicar per la bona campanya d'estiu del sector serveis. No obstant això, malgrat que encara no es disposa del detall per components, l'evolució dels principals indicadors d'activitat apunta a un patró de «més a menys» al llarg del trimestre. Als EUA, el PIB va créixer l'1,8% interanual, amb un avanç del 0,6% en relació amb el trimestre anterior, després d'encadenar dues caigudes en el 1T i en el 2T (el -0,4% i el -0,1% intertrimestral, respectivament). Malgrat que la dada també va ser positiva, si s'analitza per components, van destacar el refredament del consum privat i l'enfonsament de la inversió immobiliària, dos senyals clars d'afebliment de la demanda interna, enmig del cicle de contracció monetària més fort per part de la Fed en més de 40 anys, que acumula, ja des del març, un total de 375 p. b. de pujades en el tipus d'interès (vegeu la [Conjuntura de Mercats](#)).

L'activitat es refreda «significativament» a la tardor, la inflació, no tant. Els primers indicadors d'activitat apunten a un deteriorament clar de la situació econòmica a partir del setembre. A la zona de l'euro, on el BCE acumula ja una pujada dels tipus d'interès de 200 p. b. des del juliol, amb dues pujades consecutives de 75 p. b. al setembre i a l'octubre, l'índex empresarial PMI compost va mantenir la tendència de caiguda i es va situar en els 47,3 punts (vs. 48,1 al setembre), el nivell més baix en gairebé dos anys, coherent amb una pèrdua progressiva de dinamisme des del 2T. En les paraules de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, l'activitat econòmica es refreda «significativament», una contracció que es pot intensificar a causa de la pèrdua de poder adquisitiu de les famílies i del deteriorament de la confiança. Als EUA, el PMI compost va tornar a caure als 48,2 punts a l'octubre, després de la breu millora registrada al setembre (49,5 punts vs. 44,6 a l'agost). Malgrat que, en el cas nord-americà, els índexs ISM encara es van situar en territori expansiu (per damunt dels 50 punts), la veritat és que també s'han anat deteriorant. Mentrestant, la inflació continua sense donar senyals de refredament. A la zona de l'euro, va tornar a repuntar, fins al 10,7% a l'octubre (vs. el 9,9% del setembre), impulsada per les pujades de preus en l'alimentació, en l'energia i en els béns industrials. La dada d'inflació del setembre també va sorprendre l'alça als EUA, amb un fort avanç intermensual del component subjacent, que es va situar en el 6,6% interanual (el 8,2% la general). En conjunt, amb la fortalesa encara demostrada pel mercat laboral a banda i banda de l'Atlàntic i amb la inèrcia d'alguns d'aquests components de preus, aquestes dades poden pronosticar un període més llarg de preus alts i de condicions monetàries restrictives.

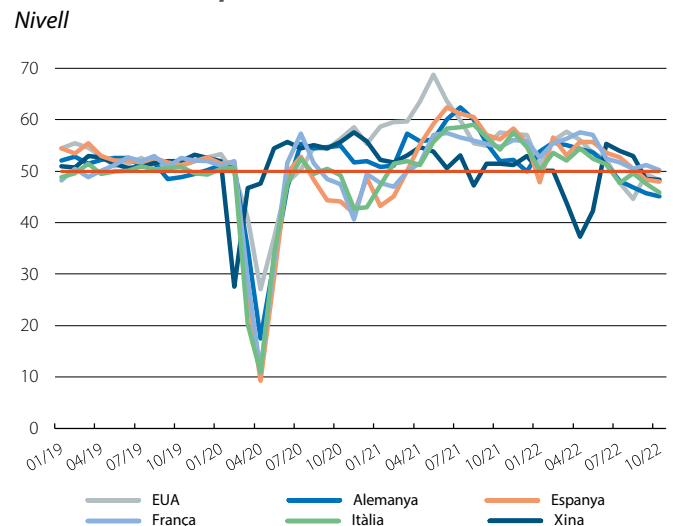
EUA i zona de l'euro: PIB



EUA i zona de l'euro: IPC



Global: PMI composts



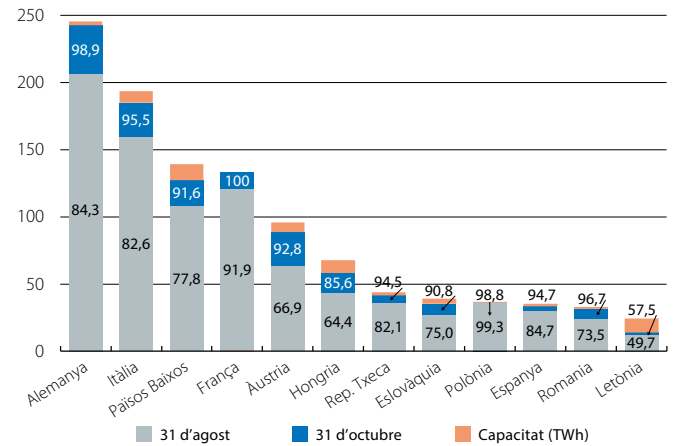
El mercat energètic europeu es manté calmat mentre la meteorologia i les reserves ho permeten. El preu mitjà dels futurs del gas per al 2023 va caure el 18% a l'octubre (155 €/MWh en relació amb els 189 €/MWh del setembre) en el TTF holandès, el mercat que funciona com a principal referència per al mercat europeu. Malgrat situar-se en un nivell set vegades superior a la mitjana històrica, el descens de preus ha estat degut principalment a l'elevat nivell de reserves, del 95% al final d'octubre, en relació amb el 80% del final d'agost. En aquest context, en les últimes setmanes, s'han acumulat notícies de vaixells metaners esperant per descarregar gas natural liquat als principals ports europeus. Aquesta situació de distensió de preus i d'excés d'oferta pot, malgrat tot, ser temporal. Dues variables clau que cal seguir són l'estalvi de consum assolit pels països de la UE i el nivell de reserves. Sense un final a la vista a la guerra a Ucraïna, en els propers mesos l'hivern també jugarà el seu paper.

Riscos macrofinancers, polítiques fiscals i mercat immobiliari. En un període de refredament de l'economia global i de polítiques monetàries restrictives més llarg i intens del que s'esperava, serà particularment rellevant seguir els plans fiscals nacionals i el mercat immobiliari. A la zona de l'euro, els preus immobiliaris han repuntat el 20% en relació amb el nivell pre-pandèmia (4T 2019), amb avanços pròxims o superiors al 30% a molts països. Als EUA, el repunt s'ha aproximat al 40% (vegeu el Focus «[EUA: desacceleració controlada o aterratge forçós del mercat immobiliari?](#)», en aquest mateix informe), mentre que la Xina es continua enfrontant a una severa crisi immobiliària i se situa entre les economies del G20 en què els preus de l'immobiliari han crescut menys durant el període. Una altra font de riscos macrofinancers serà la política fiscal, tant en economies emergents com avançades. Com ho han demostrat la turbulència recent als mercats i la crisi política al Regne Unit, hi haurà tolerància zero per a plans fiscals «menys frescos que un enciam» (vegeu el Focus «[Tumult al Regne Unit, avis per a navegants](#)», en aquest mateix informe). Els comptes de països amb Governos escollits recentment estaran sota un intens escritori: a l'atenció de la presidenta Giorgia Meloni i del president Lula da Silva.

A la Xina, la prosperitat a curt termini s'estendrà a llarg termini? El PIB xinès va sorprendre a l'alça en el 3T 2022, va créixer el 3,9% en relació amb el 2T (el 3,9% també en termes interanuals) i es va recuperar amb escreix de l'enfonsament del 2T. Però sembla que la força de la recuperació ha anat a menys a la tardor. Les dades ja disponibles per a l'octubre mostren un fort deteriorament del sector serveis, després del repunt de casos i dels nous confinaments al país, així com un alentiment de les exportacions. La feblesa de l'economia xinesa es podria intensificar en els propers mesos, a conseqüència de les parades i arrencades intermitents imposades per la política de COVID zero i pel refredament de la demanda global. A mitjà termini, els missatges principals del XX Congrés del Partit Comunista de la Xina han estat clars: la seguretat i l'autosuficiència seran prioritats indiscutibles. Caldrà veure com es traduiran les noves claus polítiques en el desenvolupament del mercat intern i de la política externa.

Europa: reserves de gas

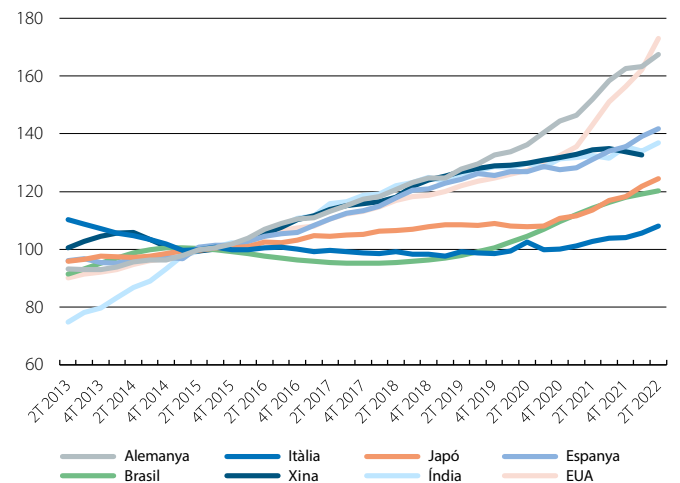
Nivell d'emmagatzematge (TWh i % de la capacitat total)



Nota: Reserves de gas a 31 d'octubre. Al gràfic s'afegeixen els percentatges corresponents als nivells d'emmagatzematge a cada moment en relació amb la capacitat total de cada país.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Gas Infrastructure Europe.

Global: preus de l'habitatge

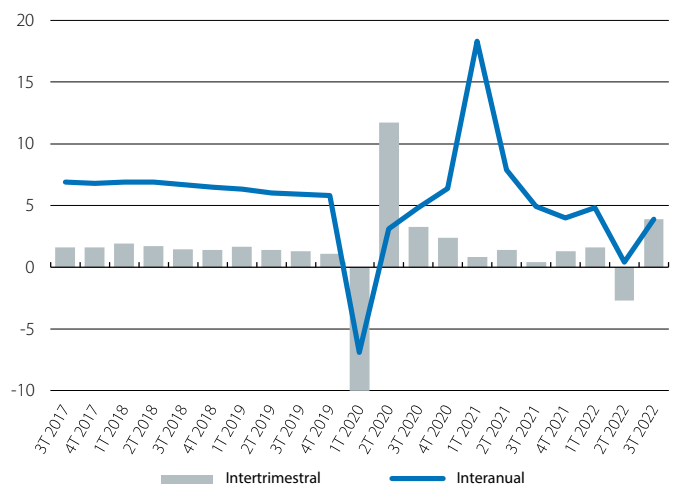
Índex (100 = 2015)



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

Xina: PIB

Variació (%)



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

EUA: desacceleració controlada o aterratge forçós del mercat immobiliari?

Sembla que el gir restrictiu en la política monetària de la Fed per combatre la inflació ja afecta negativament el sector immobiliari del país. Es tracta d'un fenomen que no ens hauria de sorprendre. Al capdavant, la intenció de la Fed és, precisament, controlar la inflació mitjançant un refredament de la demanda. I això últim s'aconsegueix, en bona part, gràcies al canal immobiliari: uns tipus més alts provoquen una reducció en la demanda d'habitatge, la qual cosa es tradueix en menys activitat constructora, la qual cosa, al seu torn, redueix la demanda d'altres béns i serveis de manera indirecta. La pregunta pertinent aquí és: veurem una desacceleració controlada o parlarem d'un aterratge forçós?

Context recent: preus disparats i alentiment a la vista

Des de l'inici de la pandèmia, hem observat una escalada en el preu de l'habitatge als EUA. En concret, entre el febrer del 2020 i l'agost del 2022, l'increment superava el 40%, percentatge que, en termes nominals, representa un creixement mitjà anual del 15%. Es tracta d'un creixement elevadíssim i que se situa per damunt del que va succeir en els anys previs a la crisi financera global (CFG), al voltant del 10% (vegeu el primer gràfic).¹

Arran de la pujada dels tipus d'interès, però, alguns indicadors del sector ja s'han començat a alentir. És el cas de les compravendes, on ja, durant els mesos d'estiu, s'han observat caigudes de dos dígitos en termes interanuals (vegeu el segon gràfic). El ritme d'habitatges iniciats també s'ha desaccelerat en els últims mesos (amb caigudes també interanuals). I és que el tipus d'interès d'una hipoteca a 30 anys a tipus fix se situava prop del 7% al final d'octubre, uns nivells que no s'assolien des de mitjan 2006, abans de l'esclat de la CFG (vegeu el tercer gràfic).

De forma més general, la inversió residencial real s'ha con- tret més del 10% des de l'inici d'enguany. Unes pressions a la baixa sobre el sector immobiliari que es mantindran en els propers trimestres i que llastaran l'activitat econòmica, alhora que haurien d'ajudar a reduir les pressions inflacionistes.

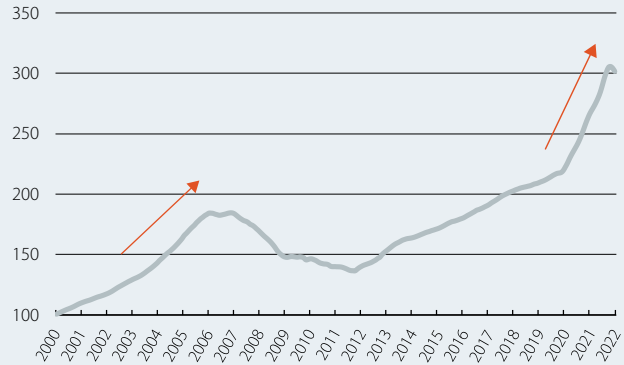
Desequilibris i matisos

El fort augment en els preus de l'habitatge en els últims anys s'ha traduït en un deteriorament clar de nombro-

1. Entre el gener del 2000 i el juny del 2006. Índex de preus Case-Shiller nacional. Resultats semblants utilitzant l'índex Case-Shiller de 20 ciutats. En termes reals (utilitzant l'índex de preus de l'habitatge elaborat per la Fed de Dallas), l'increment mitjà anual en els dos últims anys i mig s'ha apropat al 9%, en relació amb el poc més del 5% abans de la CFG.

EUA: preu de l'habitatge *

Índex (100 = gener 2000)



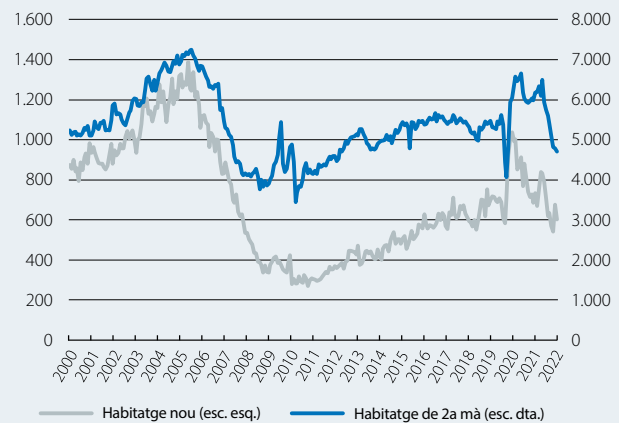
Nota: * Índex Case-Shiller nacional. És un índex ponderat de vendes repetides, la qual cosa significa que corregeix per la qualitat dels habitatges venuts.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Case-Shiller, via Refinitiv.

EUA: compravendes d'habitatge

(Milers d'habitatges)

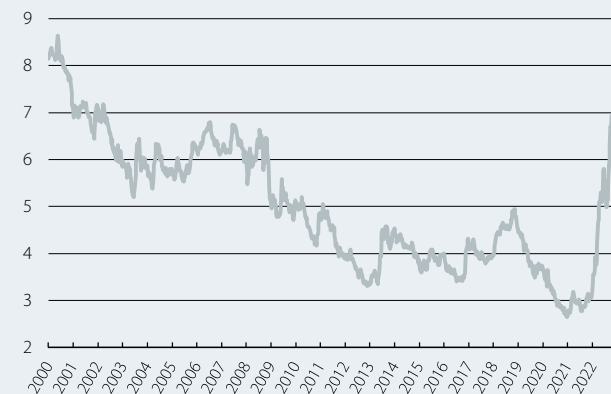
(Milers d'habitatges)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors.

EUA: hipoteca a tipus fix a 30 anys

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), via Refinitiv.

sos índexs d'accessibilitat a l'habitatge. Si analitzem l'evolució de la ràtio entre els preus de l'habitatge i la renda de les llars (una mesura senzilla i comuna per capturar la capacitat de compra d'un habitatge per part de les famílies), observem que aquesta ràtio no solament és superior a la mitjana històrica des del gener del 2000, sinó que se situa en nivells per damunt dels assolits just abans de la CFG (vegeu el quart gràfic). En la mateixa línia, els diferents models elaborats per la Fed de Dallas, que mesuren els possibles desequilibris dels preus del mercat immobiliari a diversos països, també situen al mercat nord-americà en nivells de sobreescalfament.²

Malgrat tot, alguns elements són clarament diferents als succeïts durant la CFG i matisen el risc de retroalimentació financera que es va viure en aquell moment. Així, per exemple, molts dels propietaris hipotecats no estaran afectats per la pujada recent de tipus, ja que la majoria de compradors han adquirit l'habitatge a tipus fixos, i, en els últims anys, aquests tipus s'han situat en nivells molt baixos.³

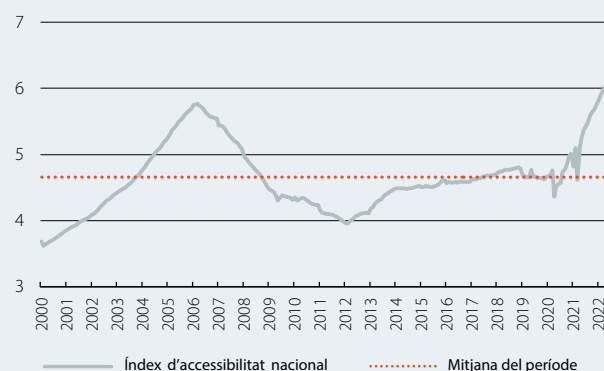
En segon lloc, les condicions per a la concessió d'hipoteques han estat més exigents que en el passat, de manera que s'han reduït els riscos financers. Mesures com el *Mortgage Credit Availability Index*, que captura l'evolució dels estàndards en la concessió d'hipoteques, se situa en nivells indicatius de condicions sanejades en la concessió d'hipoteques.⁴ De la mateixa manera, el *Housing Credit Availability Index*, que computa el percentatge d'habitatges hipotecats que podrien entrar en mora, se situa també en una zona molt baixa.

Finalment, una posició financera de les famílies més sanejades que el 2007, amb una ràtio de deute al voltant del 75% del PIB cap a la meitat del 2022, en línia amb els nivells del 2001 i lluny dels màxims assolits el 2007-2008 (pròxims al 100% del PIB), també afegeix un matís important al desequilibri que s'observa en els preus. A més a més, el baix nivell d'atur, en el 3,5% al setembre (mínim de la sèrie en 50 anys i que s'havia assolit just abans de l'esclat de la pandèmia), és un element extra de fortlesa per a la situació financera de les famílies.

Si prosseguim l'anàlisi dels diferents desequilibris que poden afectar el mercat immobiliari, cal esmentar l'escassetat en l'oferta d'habitatge al país. A tall d'exemple, el nombre d'habitatges unifamiliars disponibles per a la ven-

EUA: índex d'accessibilitat nacional

Preu sobre ingressos *



Nota: * Basat en els ingressos de la llar mitjana i en el preu de l'habitatge mesurat amb el Case-Shiller nacional.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'American Community Survey i de la National Association of Realtors, via Refinitiv.

da se situa en nivells mínims dels 40 últims anys.⁵ Es tracta d'una situació d'escassetat que va més enllà dels retards en la construcció derivats dels problemes recents de subministraments globals i que, en part, és deguda també a les estrictes polítiques de zonificació als EUA, que afavoreixen la construcció d'habitatges unifamiliars, en detriment de les edificacions amb més inquilins, i que perme trien l'increment de l'oferta.

Per tot plegat, malgrat que els avanços en els preus de l'habitatge es frenaran en els propers trimestres (i és possible que caiguin), aquest ajust serà menys important del que podríem esperar per la ràpida i contundent pujada de tipus d'interès de la Fed.

Clàudia Canals

2. Fed de Dallas, International House Price Database: <https://www.dallasfed.org/institute/houseprice>.

3. Vegeu Kish, R. J. (2022), «The Dominance of the US 30-Year Fixed Rate Residential Mortgage», *Journal of Real Estate Practice and Education*, 24(1), 1-16.

4. Índex elaborat per la Mortgage Banker Association.

5. Segons dades de la National Realtor Association: Total inventory single family, amb una sèrie històrica iniciada el 1982.

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

ESTATS UNITS

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Activitat									
PIB real	-3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,8	-	-	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,9	8,2	8,0	7,5	...
Confiança del consumidor (valor)	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	103,6	107,8	102,5
Producció industrial	-7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,4	3,9	5,3	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) (valor)	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	52,8	50,9	50,2
Habitatges iniciats (milers)	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.461	1.566	1.439	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	228	267	283	299	314	...	310	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,5	3,7
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,1	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,6	-3,6	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	...
Preus									
Inflació general	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,3	8,2	...
Inflació subjacent	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,6	...

JAPÓ

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Activitat									
PIB real	-4,6	1,7	0,5	0,6	1,6	...	-	-	-
Confiança del consumidor (valor)	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	32,5	30,8	29,9
Producció industrial	-10,6	5,6	1,1	-0,6	-3,6	4,0	4,2	9,7	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	18,0	14,0	9,0	8,0	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-4,1	-3,6	-3,9	...
Preus									
Inflació general	0,0	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,0	...
Inflació subjacent	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	1,5	1,6	1,8	...

XINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Activitat									
PIB real	2,2	8,1	4,0	4,8	0,4	3,9	-	-	-
Vendes al detall	-2,9	12,4	3,5	1,6	-4,9	3,5	5,4	2,5	...
Producció industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	4,2	6,3	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,4	50,1	49,2
Sector exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	680	680	728	822	903	887	903	903
Exportacions	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	7,0	5,6	-0,6
Importacions	-0,6	30,1	23,7	10,5	1,6	0,9	0,3	0,3	-0,7
Preus									
Inflació general	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,5	2,8	...
Tipus d'interès de referència ³	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi per dòlar	6,9	6,5	6,4	6,3	6,6	6,9	6,8	7,0	7,2

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.

ZONA DE L'EURO

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Vendes al detall (variació interanual)	-0,8	5,5	4,2	5,1	0,7	...	-2,0	...	...
Producció industrial (variació interanual)	-7,6	9,0	0,3	-0,2	0,4	...	2,5	...	...
Confiança del consumidor	-14,2	-7,4	-7,5	-13,7	-22,4	-26,9	-25,0	-28,8	-27,6
Sentiment econòmic	88,3	110,8	116,0	111,2	104,0	96,5	97,3	93,6	92,5
PMI manufactures	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	49,6	48,4	46,4
PMI serveis	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	49,8	48,8	48,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (variació interanual)	-1,5	1,4	2,4	3,1	2,7	...	-	-	-
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,0	7,7	7,1	6,8	6,7	...	6,7	6,6	...
Alemanya (% pobl. activa)	3,7	3,6	3,3	3,1	3,0	...	3,0	3,0	...
França (% pobl. activa)	8,0	7,9	7,5	7,3	7,6	...	7,3	7,1	...
Itàlia (% pobl. activa)	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,9	...
PIB real (variació interanual)	-6,3	5,5	4,8	5,5	4,3	2,1	-	-	-
Alemanya (variació interanual)	-4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,1	-	-	-
França (variació interanual)	-7,9	7,2	5,1	4,7	4,2	1,0	-	-	-
Itàlia (variació interanual)	-9,1	7,0	6,5	6,4	4,9	2,6	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
General	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	9,1	9,9	10,7
Subjacent	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	4,3	4,8	5,0

Sector exterior

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Saldo corrent	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	...	-0,1	...	...
Alemanya	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	...	4,5	...	...
França	-1,8	0,4	0,4	0,1	-0,5	...	-1,0	...	...
Itàlia	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	...	-0,1	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	93,8	94,2	92,7	92,5	90,1	88,9	88,5	89,2	90,8

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	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ²	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,8	8,9	...
Crèdit a les llars ^{2,3}	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	1,6	2,4	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	2,1	2,1	2,3	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	6,8	5,5	...
Altres dipòsits a curt termini	0,6	-0,8	-1,5	-0,3	0,9	5,3	4,6	8,1	...
Instrumentos negociables	8,1	11,4	9,2	-0,2	1,3	3,9	2,8	8,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	...

Notes: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

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

L'economia espanyola trepitja el fre, però continua donant senyals de resiliència

El creixement del PIB gairebé es va estancar en el 3T. La dada avançada del PIB per al 3T de l'any va marcar una moderació del ritme de creixement de l'economia espanyola i apunta a un entorn macroeconòmic cada vegada més complex, tal com ho hem previst. Així, el PIB va créixer el 0,2% intertrimestral (el 3,8% interanual), un registre molt inferior al del trimestre anterior (l'1,5% intertrimestral). És una dada que reflecteix, d'una banda, l'esgotament de l'embranchida que va oferir l'esvaïment de l'impacte de la pandèmia i, de l'altra, el complex entorn que travessa l'economia espanyola. Aquest entorn ve marcat, en primer lloc, per les elevades taxes d'inflació; en segon lloc, per un cicle de pujades dels tipus d'interès més agressiu i abrupte del que s'esperava fa uns mesos, i, en tercer lloc, pel deteriorament de la confiança sobre les perspectives econòmiques. De cara al 2023, projectem que el ritme de creixement de l'economia espanyola es desaccelerarà i se situarà en l'1,0% interanual.

El sector turístic va tancar la temporada d'estiu en molt bona forma. El trimestre d'estiu es va tancar amb un nivell de pernотacions en allotjaments turístics amb prou feines l'1,3% per sota de les de l'estiu del 2019, en relació amb la bretxa del -27,7% de l'estiu del 2021. El turisme internacional va continuar millorant a gran velocitat i va assolir un nivell de pernотacions i de despesa turística només el 5,9% i el 3,1% per sota del mateix període del 2019, respectivament. El turisme domèstic va assolir un volum de pernотacions el 6,6% superior al del 2019, tot i que, a causa del major nombre de viatges a l'estranger, es va situar el 5,2% per sota de l'estiu del 2021. De cara al 2023, esperem que l'activitat turística continuï creixent i superi el nivell del 2019, amb el suport d'una millora de la mobilitat aèria a Europa, un cop superat l'episodi de saturació aeroportuària viscut a l'estiu, i de la recuperació del turisme de llarga distància.

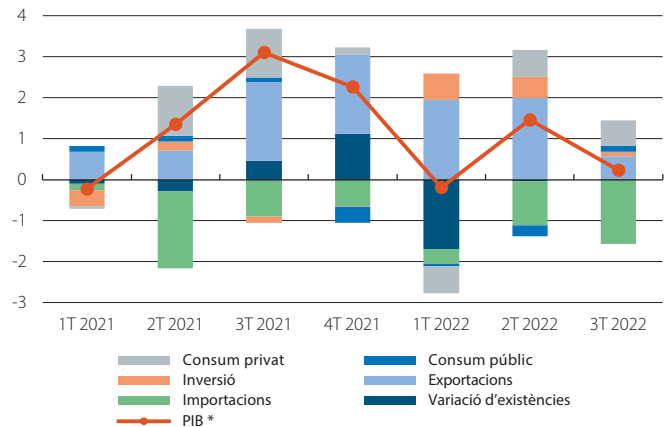
El mercat laboral aguanta millor del que s'esperava, tot i que perdrà gas el 2023. Les dades de l'octubre d'afiliació a la Seguretat Social evidencien que, malgrat el complex entorn macroeconòmic, el mercat laboral es mostra resilient. Així, el nombre d'afiliats va créixer en 103.499 persones a l'octubre, xifra superior a la «habitual» en un mes d'octubre (de mitjana, l'afiliació creix en 82.200 en els octubres entre el 2014 i el 2019). Per la seva banda, es van continuar notant els efectes de la reforma laboral sobre l'evolució de la taxa de temporalitat, que va caure fins al 15,7% (el 27,6% a l'octubre del 2021), nou mínim històric, gràcies, en part, a la utilització de contractes fixos discontinus en detriment dels contractes temporals. L'atur registrat va caure en 27.027 persones durant l'octubre. Es tracta d'una xifra molt positiva, ja que, en els mesos d'octubre, l'atur registrat acostuma a créixer (en 69.000 persones en la mitjana del 2014-2019).

En aquest context, esperem una desacceleració del mercat laboral el 2023, tot i que es continuarà creant ocupació (el +0,5% en relació amb el 2022). Pel que fa a la taxa d'atur, preveiem una lleugera pujada de 3 dècimes en relació amb el 2022, fins al 13,1%.

La inflació dona un respir gràcies a l'energia, però se situarà en cotes encara elevades el 2023. Segons l'indicador avançat de

Espanya: contribució al creixement del PIB per components

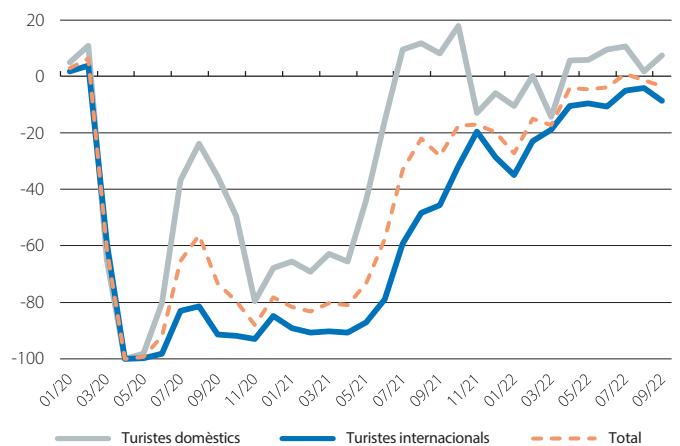
Contribució a la variació intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: * Variació intertrimestral (%).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (CNTR).

Espanya: pernотacions turístiques en allotjaments

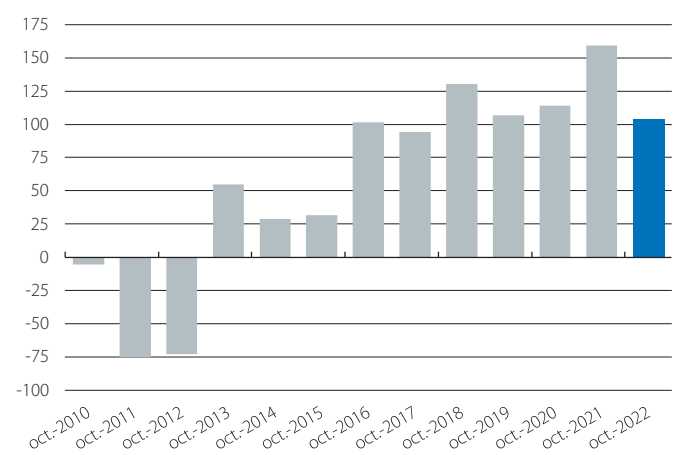
Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social en els mesos d'octubre

Variació intermensual (milers de persones)



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

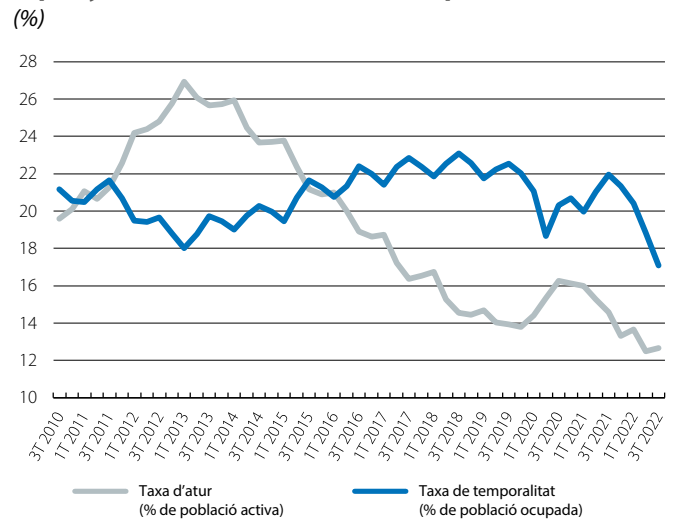
l'IPC, la inflació general va caure amb intensitat a l'octubre i es va situar en el 7,3%, 1,6 p. p. per sota del registre del setembre. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) es va mantenir estable en el 6,2% (mateix registre que al setembre). L'INE va avançar que el principal motiu de la moderació de la inflació va ser la caiguda dels preus de l'electricitat, que, segons les dades de la Xarxa Elèctrica d'Espanya, van assolir mínims no vistos des de l'agost del 2021. Aquesta rebaixa en els preus de l'electricitat ha estat propiciada per l'enfonsament del preu de referència del gas ibèric (MIBGAS), que va caure el 46% a l'octubre, a causa de l'emmagatzematge de les reserves de gas i del baix consum per les elevades temperatures. A mesura que les temperatures comencin a caure, esperem un repunt dels preus de referència del gas. De cara al 2023, esperem que la inflació es mantingui elevada, en el 4,5%, a causa de la persistència de la inflació subjacent.

Primers senyals de menor dinamisme al mercat de l'habitatge, que es refredarà el 2023. Les compravendes es mantenen elevades (640.000 en els 12 últims mesos fins a l'agost), però el creixement es va moderar fins al 15% interanual a l'agost en relació amb els 23% del 1S. El 2023, preveiem un refredament del mercat de l'habitatge, tot i que l'absència de desequilibris allunya la possibilitat d'un ajust fort: esperem una reculada de les compravendes d'una mica més del 10% el 2023 (fins a uns 480.000 habitatges) i una desacceleració dels preus (MITMA) fins a un avanç anual de l'1,5%, la qual cosa, en termes reals, representaria un ajust considerable (el -5,6% acumulat el 2022-2023).

D'altra banda, l'oferta d'habitatge continua sent limitada: els visats d'obra nova (108.000 unitats en els 12 últims mesos fins a l'agost) són inferiors a la creació neta de llars (180.000 anuals fins al 2T 2022). Un factor que ha limitat la recuperació de l'oferta postpandèmia ha estat el fort increment dels costos de construcció. Recentment, sembla que la tendència alcista dels costos s'ha frenat (el 15,1% interanual a l'agost, en relació amb el pic del 19,5% del maig). El descens dels preus dels metalls industrials als mercats internacionals apunta a uns avanços més continguts dels costos de construcció.

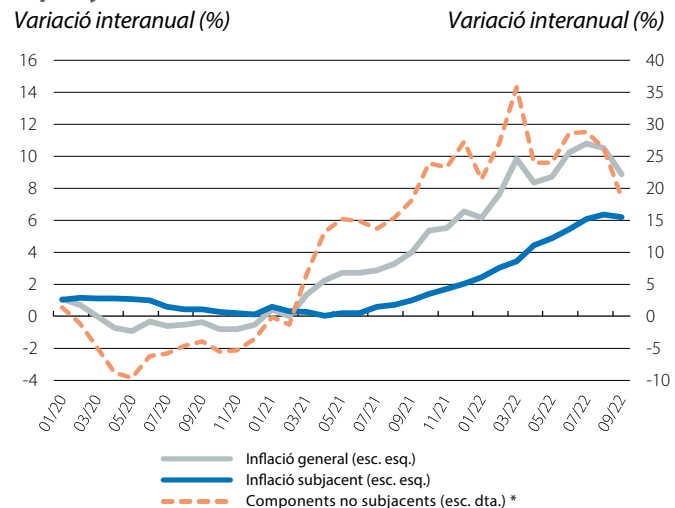
El Govern espanyol ha presentat el Projecte de Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) del 2023 i ha enviat a Brussel·les el seu Pla Pressupostari. En termes de dèficit públic, el Govern preveu un dèficit del 3,9% del PIB el 2023, la qual cosa representa una reducció d'1,1 p. p. en relació amb el dèficit previst el 2022. El gros de l'ajust correrà a càrrec de les comunitats autònomes (dèficit de 0,7 p. p. per sota del 2023), mentre que la Seguretat Social mantindria un dèficit del 0,5% el 2023. A causa de la incertesa, al Pla Pressupostari lliurat a la Comissió Europea, es va complementar l'escenari dels PGE 2023 amb un segon escenari, més ajustat a les dades d'execució pressupostària d'aquest exercici i amb hipòtesis més plausibles (per exemple, extensió de les rebaixes fiscals a l'electricitat fins al 2023). En aquest segon escenari, s'estima que els ingressos públics augmentaran en 35.000 milions d'euros el 2023 (el +6,2% interanual), gràcies al dinamisme de la recaptació tributària i de les cotitzacions socials. Pel costat de les despeses, es projecta un augment de la despesa pública de 23.700 milions d'euros el 2023, el 3,8% més que el 2022, a causa d'un increment important de la despesa estructural (principalment en pensions) (vegeu el Focus «Els comptes públics el 2023: augmenten els ingressos i també les despeses» en aquest mateix informe).

Espanya: taxa d'atur i taxa de temporalitat



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

Espanya: IPC



Nota: * Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: Pla Pressupostari del Govern 2023

	2021	Escenari 1		Escenari 2	
		2022	2023	2022	2023
Ingressos públics	43,7	42,1	42,3	42,9	43,0
Impostos indirectes (IVA...)	12,2	12,2	12,2	12,6	12,3
Impostos renda i riquesa	11,9	11,8	12,2	12,2	12,8
Cotitzacions socials	14,2	13,6	13,7	13,6	13,7
Despesa pública	50,6	47,1	46,2	47,9	46,9
Compensació assalariats	12,2	11,6	11,4	11,8	11,4
Transferències socials	21,8	20,6	20,8	20,7	21,1
Interessos	2,2	2,2	2,4	2,2	2,4
Subvencions	1,5	1,8	1,2	2,2	1,4
Saldo públic	-6,9	-5,0	-3,9	-5,0	-3,9

Notes: * Projeccions que incorporen l'impacte macroeconòmic del pla NGEU, tot i que les transferències NGEU estan excloues dels ingressos i de les despeses. L'escenari 2 parteix de previsions més elevades de recaptació el 2022 (+10.800 milions d'euros que en l'escenari 1), en línia amb l'execució pressupostària fins a l'agost. També inclou mesures tributàries que es tramiten fora dels PGE 2023 i assumeix que les rebaixes fiscals a l'electricitat es prorroguen el 2023.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

Economia en temps real: el nou portal de CaixaBank Research

Tot i que ja fa uns anys que els economistes han anat incorporant les dades massives (*big data*) a les seves anàlisis, la pandèmia de la COVID-19 ha representat una veritable revolució de l'economia en temps real. Disposar d'informació al moment era imprescindible per gestionar la crisi i poder prendre decisions ràpidament. Per exemple, gràcies a les dades de Google Mobility Report (<https://www.google.com/covid19/mobility/>), es va poder mesurar l'impacte de la COVID-19 sobre la mobilitat de les persones després de les restriccions sanitàries i, gràcies a les dades d'Opportunity Insights (<https://www.tracktherecovery.org/>), l'impacte econòmic de la pandèmia als EUA. A CaixaBank Research, juntament amb investigadors de la Universitat Pompeu Fabra i de l'Institute of Political Economy and Governance (IPEG), desenvolupem un monitor pioner per mesurar en temps real la desigualtat i el paper de l'estat del benestar a Espanya (<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>).

Les fonts d'informació en temps real es generen tant al sector privat (companyies de telefonia, Internet, finances, etc.) com al si de l'Administració pública, que atresora dades de registre que són una font inigualable d'informació econòmica. L'Agència Tributària,¹ per posar un exemple, disposa, gràcies a les declaracions d'impostos, de les dades més detallades i actualitzades sobre l'evolució de les empreses espanyoles.

La informació que s'obté a partir de les dades massives es complementa amb la que ofereixen dades més tradicionals, com les enquestes o els experiments econòmics. No obstant això, la primera ofereix més granularitat i immediatesa. En ser creades per a altres finalitats, les dades massives ja estan disponibles («només» s'han de processar i analitzar; no fa falta elaborar una enquesta, per exemple),






de manera que la informació econòmica resultant s'obté amb un cost més baix i pot arribar a proporcionar mostres més representatives i de major dimensió.

L'economia en temps real pot jugar també un paper important en el disseny i en la implementació de les polítiques públiques. Les dades massives afavoreixen un disseny més ajustat de les polítiques econòmiques i possibiliten que es focalitzin en els col·lectius que més ho necessiten (el que es coneix com *smart policies*). També permeten un seguiment *a posteriori* de les mesures, un cop implementades, i ajustar-les a temps real quan sigui necessari.

La nova contribució de l'equip de CaixaBank Research² a aquesta revolució és el portal d'Economia en temps real (<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>), un projecte pioner que té com a objectiu monitorar l'evolució de l'economia espanyola mitjançant 12 indicadors construïts amb dades internes de CaixaBank, agregades mitjançant tècniques de *big data*. Els indicadors s'agrupen en cinc àmbits: el consum, l'habitatge, el turisme, els salaris i la desigualtat. Cada indicador es pot consultar per diferents dimensions, la qual cosa permet identificar diferències entre col·lectius (edat, sexe, ingressos, sector d'activitat), regions (CA, municipis), etc. En total, publiquem més de 800 sèries de dades, que actualitzem mensualment.

El portal d'Economia en temps real permet analitzar qüestions molt rellevants en l'incert context econòmic actual. Una de les principals preocupacions és el grau de desaceleració del consum privat a conseqüència de la forta pujada dels preus. L'indicador de consum de CaixaBank Research mostra una tendència descendent i un creixement inferior al de la inflació, la qual cosa apunta al fet que

Indicadors disponibles al portal d'Economia en temps real

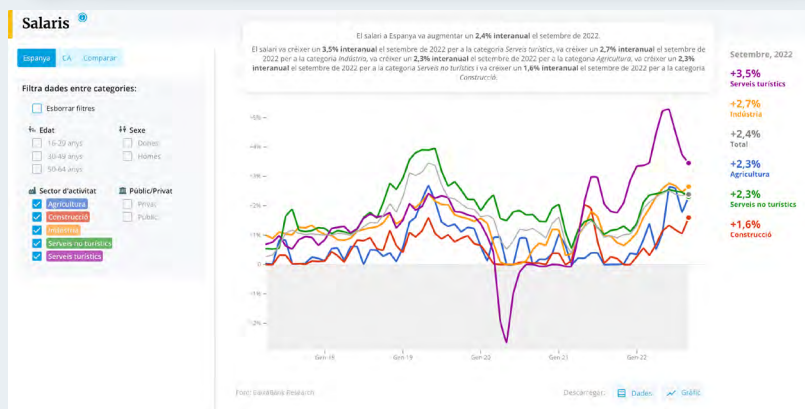
	Indicadors	Definició	Dimensions
	Consum Consum total, consum presencial i comerç electrònic	Consum registrat a partir dels pagaments i dels reintegraments amb targetes de dèbit i de crèdit tant espanyoles com estrangeres	Nacional, CA, edat, nivell d'ingressos, tipus de despesa
	Habitatge Accessibilitat a l'habitatge	Nombre d'anys d'ingressos laborals nets que la llar mitjana ha de destinar a la compra d'un habitatge en una zona geogràfica específica	Nacional, CA i capital de província
	Salaris Salaris	Ingressos salarials mensuals calculats a partir de les nòmines domiciliades als comptes de CaixaBank	Nacional, CA, edat, gènere, sector d'activitat, sector públic/privat
	Turisme Turisme domèstic, internacional i despesa exterior	Despesa registrada a partir dels pagaments i dels reintegraments amb targetes espanyoles o estrangeres	Nacional, edat, país, tipus de despesa
	Desigualtat Índex de Gini, percentils dels ingressos, distribució dels ingressos, corba de Lorenz	Desigualtat salarial definida a partir de les nòmines domiciliades i dels cobraments de la prestació i del subsidi d'atur	Nacional, CA, edat, gènere, país de naixement

Nota: Per a més detalls sobre la construcció de les variables i de la seva representativitat, vegeu la Nota Metodològica (https://www.caixabankresearch.com/es/nota-metodologica_rte).

Font: CaixaBank Research, portal d'Economia en temps real (www.realtimeeconomics.caixabankresearch.com).

1. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informes_Ventas_Empleos_y_Salarios_en_las_declaraciones_tributarias.shtml

2. El portal ha estat un esforç col·lectiu en què han participat Oriol Aspachs, Patricia Esteban, Alberto Graziano, Javier Ibáñez de Aldecoa, Eduard Llorens, Josep Mestres i Judit Montoriol.



el consum, en termes reals, estaria reculant. En concret, al setembre, la despesa presencial amb targetes espanyoles es va incrementar el 7,0% interanual, el ritme d'avanç més baix del 2022. Per categories de despesa, s'observa una evolució molt diferenciada. D'una banda, detectem un avanç enèrgic en oci i restauració (el 13,6% interanual), coherent amb la bona evolució del sector turístic, i de la despesa en productes de primera necessitat (el 18,0% interanual), reflex del fort repunt del preu dels aliments. De l'altra, la despesa en béns duradors creix de forma molt més tímida (el 2,3% interanual), en un context d'incertesa elevada i de pèrdua de poder adquisitiu de les llars.

Una altra preocupació en aquest context de fortes tensions inflacionistes és la intensitat dels anomenats efectes de segona ronda. L'indicador d'ingressos salarials de CaixaBank Research permet observar que el creixement dels salaris ha estat contingut fins avui. Al setembre del 2022, els ingressos salarials a Espanya avançaven al voltant del 2,4% interanual, un ritme similar al dels sis últims mesos. La seva granularitat permet observar si hi ha diferències per sectors o per comunitats autònomes. Per exemple, el 2022, els salaris van avançar a un ritme diferent als serveis turístics i als no turístics. En el primer cas, els ingressos salarials van arribar a augmentar més del 5% interanual al maig i al juny del 2022, amb una forta recuperació després de la pandèmia, tot i que el seu avanç es va moderar fins al 3,5% al setembre del 2022. En el segon cas, el ritme d'avanç ha estat menor, al voltant del 2,3% interanual des de l'inici del 2022. Per comunitats autònomes,

els salaris van créixer més a les Illes Balears (el 2,9%) i menys a Extremadura (el 2,0%), la qual cosa mostra poca dispersió entre regions.

D'altra banda, el portal d'Economia en temps real també permet observar la forta contribució del turisme al creixement de l'activitat després del final de les restriccions vinculades a la pandèmia. Segons l'indicador de turisme internacional de CaixaBank Research, al setembre del 2022, la despesa amb targetes estrangeres a Espanya va créixer el 27,8% en relació amb el mateix mes del 2017. El turisme procedent de països europeus va ser el primer que es va recuperar, i el de més llarga distància també s'afegeix a la tendència. Malgrat l'excel·lent evolució del turisme internacional fins avui, preocupa saber fins a quin punt es pot continuar comptant amb aquesta palanca de creixement en un context de desacceleració econòmica als principals països emissors de turistes a Espanya, quelcom que els indicadors del portal permetran conèixer, mes a mes i al moment.

A CaixaBank Research apostem per la divulgació de la informació econòmica com a contribució de valor a la societat. Treballem investigant i analitzant les nostres dades per sintetitzar-les en aquests indicadors, que posem a l'abast de tothom en aquest portal d'Economia en temps real (www.realtimeeconomics.caixabankresearch.com), perquè es pugui disposar, de manera accessible i immediata, d'informació econòmica rellevant que serveixi per complementar la d'altres fonts.

Josep Mestres i Judit Montoriol

Els comptes públics el 2023: augmenten els ingressos i també les despeses

El Govern espanyol ha presentat davant les Corts Generals el Projecte de Pressupostos Generals de l'Estat per a l'any 2023 i ha enviat a Brussel·les el Pla Pressupostari amb la fotografia dels comptes consolidats del conjunt d'Administracions públiques (AP). En termes de dèficit públic, es preveu un dèficit del 3,9% del PIB el 2023, la qual cosa representa una reducció d'1,1 p. p. en relació amb el dèficit previst el 2022. El gros de l'ajust correria a càrrec de les comunitats autònomes (dèficit de 0,7 p. p. menys que el 2023), mentre que la Seguretat Social mantindria un dèficit del 0,5% el 2023. Això últim implica que el Govern compta que l'augment de les cotitzacions i de les transferències des de l'Estat serà suficient per apujar les pensions i mantenir el dèficit sense canvis (en percentatge del PIB).

Pel que fa al saldo primari, que exclou els pagaments per interessos, el Govern projecta una reducció d'1,2 p. p. el 2023 fins al -1,6%, un registre encara superior al -0,8% del 2019. Quant al deute públic, s'espera una reducció de 3,0 p. p., gràcies al creixement del PIB en termes nominals (el 6,0%), fins a cotes encara elevades al voltant del 112% del PIB.

Ingressos: enlairats per la inflació

A causa de l'elevada incertesa, el Govern ha presentat dos escenaris. El primer, construït a partir dels Pressupostos Generals de l'Estat 2023, és més conservador en termes de la previsió de liquidació dels ingressos tributaris el 2022, ja

que projecta que se situin 9.000 milions per sota del que obtindríem si extrapoléssim les dades d'execució pressupostària que observem fins a l'agost al conjunt de l'any. El segon escenari, que sembla més versemblant, incorpora 10.800 milions extres d'ingressos tributaris el 2022 (que, al seu torn, arriben gairebé als 10.000 milions extres d'ingressos el 2023 pel major punt de partida) i assumeix que les rebaixes fiscals temporals a l'electricitat que vencen al desembre (i que, segons l'AIReF, han representat una reducció de la recaptació propera als 6.000 milions el 2022) es prorroguen tot el 2023. D'aquesta manera, en aquest segon escenari, els ingressos públics creixen el 6,6% el 2022, per damunt del 4,6% del primer escenari, tot i que encara lluny del 14,0% de l'execució pressupostària amb dades fins al juliol (dada que s'hauria de moderar en els propers mesos). En el segon escenari, està previst que aquest increment extra dels ingressos es destinarà a incrementar la despesa en una quantia similar. D'aquesta manera les previsions de dèficit públic són les mateixes en els dos escenaris.

Si ens centrem en el segon escenari, els ingressos públics consolidats de les AP creixen el 6,2% interanual el 2023 (+35.000 milions d'euros), en línia amb les previsions del Govern de creixement del PIB nominal (el 6,0%), que se situen en la banda alta de les previsions dels diferents analistes. Es preveu que els principals artífexs de l'increment dels ingressos siguin, en relació amb el 2022, els

Pla Pressupostari 2023

Partides	2019 (% PIB)	2021 (% PIB)	Escenari 1				Escenari 2			
			2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)	2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)
Ingressos públics	39,2	43,7	42,1	42,3	20,4	6,5	42,9	43,0	22,3	6,2
Indirectes (IVA...)	11,5	12,2	12,2	12,2	18,3	6,0	12,6	12,3	19,3	3,5
Impostos renda i riquesa	10,4	11,9	11,8	12,2	30,8	9,6	12,2	12,8	37,2	11,2
Impostos capital	0,4	0,5	0,5	0,4	11,5	-15,2	0,5	0,5	39,4	6,0
Cotitzacions socials	12,9	14,2	13,6	13,7	18,4	6,8	13,6	13,7	18,4	6,8
Resta d'ingressos	4,0	5	4	3,8	5,9	0,7	4	3,7	3,1	-2,0
Despesa pública	42,1	50,6	47,1	46,2	22,4	4,0	47,9	46,9	24,2	3,8
Compensació assalariats	10,8	12,2	11,6	11,4	17,7	4,2	11,8	11,4	17,7	2,4
Consums intermedis	5,1	5,9	5,7	5,6	22,4	4,1	5,7	5,6	22,4	4,1
Transferències socials	18,4	21,8	20,6	20,8	26,0	7,0	20,7	21,1	27,9	8,0
Despeses d'interessos	2,3	2,2	2,2	2,4	16,3	15,6	2,2	2,4	16,3	15,6
Subvencions	1	1,5	1,8	1,2	33,8	-29,3	2,2	1,4	56,1	-32,6
Despeses de capital (excl. NGEU)	2,8	4,8	3,4	3,2	27,2	-0,4	3,4	3,2	27,2	-0,4
Resta de despeses	1,7	2,2	1,8	1,6	4,9	-5,8	1,9	1,8	18,1	0,4
PIB nominal (Mm €)	1.245,5	1.206,9	1.310,3	1.388,7	11,5	6,0	1.310,3	1.388,7	11,5	6,0

Notes: Projeccions que incorporen l'impacte macroeconòmic del pla NGEU, tot i que les transferències NGEU estan excloses dels ingressos i de les despeses. El 2019, excloum la part del dèficit (2 dècimes de PIB) referida a la Sareb.

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

impostos directes (l'11,2% interanual, +16.300 milions d'euros), afavorits per l'efecte de l'increment dels preus en les bases imposables, i les cotitzacions socials (el 6,0% interanual, +12.000 milions d'euros), impulsades per un augment de les bases màximes del 8,6% (s'espera que aportin uns 900 milions) i per l'augment de 0,6 p. p. en el règim de les contingències comunes (s'espera que aportin uns 2.700 milions d'euros). Per la seva banda, s'espera que els impostos indirectes presentin un avanç més contingut (el +3,5%).

El Govern espera que una part de l'increment dels ingressos provindrà de les noves mesures tributàries temporals (gravamen temporal sobre les energètiques i sobre la banca i impost a les grans fortunes), a les quals cal restar mesures focalitzades que comportaran una menor pressió fiscal a les rendes baixes i mitjanes-baixes (principalment, l'ampliació de la reducció per rendiments del treball de l'IPRF de 18.000 a 21.000 euros de salari brut i l'augment del nivell mínim de tributació de 14.000 a 15.000 euros). En l'agregat net, el Govern calcula que les noves mesures aportaran 4.000 milions d'euros extres de recaptació el 2023, tot i que l'AIReF el rebaixa a 3.200 milions d'euros; la discrepància és deguda, principalment, al fet que el Govern estima 1.500 milions d'euros de recaptació per l'impost a les grans fortunes el 2023 i l'AIReF l'ajorna al 2024.

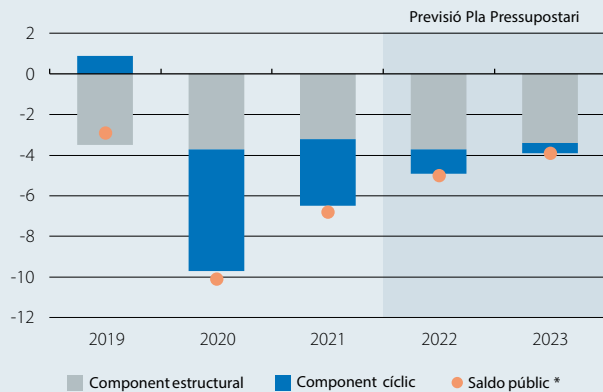
Despeses: augmenta l'estructural

Pel que fa a la despesa pública (excloses les partides relacionades amb el programa NGEU), s'observa un augment substancial de la despesa estructural, enfocada, en especial, a mantenir el poder adquisitiu dels pensionistes.

En concret, en el segon escenari, la despesa pública augmentaria el 2023 el 3,8% interanual (+23.700 milions d'euros), en especial per l'augment de 21.800 milions d'euros en prestacions socials (principalment, despesa en pensions, que augmenta en 19.600 milions) i per l'increment de la despesa en interessos (+4.500 milions d'euros). Entre les partides que baixen, hi ha la de subvencions, que disminueix en 9.400 milions. D'aquesta manera, la despesa corrent primària consolidada augmentaria el 4,4%, per sota de la previsió del Govern del creixement del PIB nominal.

Així, la despesa estructural, la que no depèn de forma directa del cicle econòmic, augmentarà de manera important i és la principal responsable que la despesa pública consolidada s'incrementi en 117.000 milions d'euros en relació amb el 2019 (sense les mesures de despesa extraordinàries per la inflació i per la guerra d'Ucraïna que es poden destinar el 2023): per exemple, està previst que les pensions augmentin en 36.600 milions d'euros en relació amb el 2019 i que les despeses de personal ho facin en 24.000 milions d'euros.

Espanya: saldo públic
(% del PIB)



Nota: * Exclou la Sareb i les pèrdues per les ajudes a institucions financeres.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda (10/2022) i del Programa d'Estabilitat 2021-2024.

Malgrat que els ingressos públics hauran augmentat en gairebé 100.000 milions d'euros en relació amb el 2019 i que una bona part de l'augment serà estructural per la inflació¹ i pels canvis estructurals de l'economia que han incrementat la recaptació (com l'aflorament, per les polítiques laborals durant la COVID, de treballadors que estaven en l'economia submergida),² no es preveu utilitzar aquest marge per reduir de manera notable el dèficit estructural. De fet, el dèficit estructural de l'economia espanyola, que ja es trobava en xifres relativament elevades abans de la pandèmia, amb prou feines es reduirà. En concret, segons les estimacions del Pla Pressupostari, es podria situar el 2023 al voltant del 3,4% del PIB, un nivell molt similar al previ a la pandèmia (el 3,5% el 2019).

Javier Garcia-Arenas

1. Malgrat que la inflació es vagi moderant, és molt possible que es consolidi el salt de nivell dels preus en relació amb el 2019, i això explica que diguem que és un factor estructural.
2. Segons el Pla Pressupostari, les mesures adoptades durant la crisi de la COVID haurien facilitat l'aflorament d'uns 285.000 afiliats a la Seguretat Social.

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Indústria									
Índex de producció industrial	-9,5	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	5,2	3,6	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	-5,2	-5,5	-5,2	-3,9
PMI de manufactures (valor)	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	49,9	49,0	44,7
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	-12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	...	9,7	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	...	22,9	...	...
Preu de l'habitatge	2,1	3,7	6,4	8,5	8,0	...	-	-	-
Serveis									
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	-77,3	64,7	64,7	313,4	311,7	208,4	251,4	208,4	...
PMI de serveis (valor)	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	50,6	48,5	49,7
Consum									
Vendes comerç al detall	-7,1	5,1	0,7	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,1	...
Matriculacions d'automòbils	-29,3	158,0	-17,1	-7,5	-10,3	3,1	9,1	12,7	11,7
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,7	-12,8	-13,1	-17,6	-26,4	-33,1	-31,6	-32,8	-31,8
Mercat de treball									
Població ocupada ¹	-2,9	3,0	4,3	4,6	4,0	2,6	-	-	-
Taxa d'atur (% de la població activa)	15,5	14,8	13,3	13,6	12,5	12,7	-	-	-
Afiliats a la Seguretat Social ²	-2,0	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	3,5	3,3	3,0
PIB	-11,3	5,5	6,6	6,7	6,8	3,8	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
General	-0,3	3,1	5,8	7,9	9,1	10,1	10,6	8,9	7,3
Subjacent	0,7	0,8	1,7	3,0	4,9	6,2	6,4	6,2	6,2

Sector exterior

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	...	23,3	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	...	37,3	...	...
Saldo corrent	6,8	11,5	11,5	8,5	9,6	...	7,8	...	...
Béns i serveis	16,3	17,9	17,9	14,2	16,2	...	16,0	...	...
Rendes primàries i secundàries	-9,5	-6,4	-6,4	-5,7	-6,7	...	-8,2	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	11,9	22,4	22,4	19,8	22,5	...	20,8	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers³

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	7,5	6,1	5,8	5,2	5,4	...	...	...	...
A la vista i estalvi	12,3	10,3	9,2	9,3	9,2	8,2	8,4	7,6	...
A termini i preavis	-16,5	-24,4	-27,6	-26,8	-25,4	-19,4	-19,9	-16,3	...
Dipòsits d'AP	1,0	15,5	19,4	19,3	15,6	6,6	11,8	-0,3	...
TOTAL	7,1	6,7	6,6	6,0	6,0	...	...	...	...
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	1,2	0,3	-0,1	0,2	0,8	1,3	1,6	1,1	...
Empreses no financeres	4,9	1,1	-1,0	-0,5	0,7	2,4	3,2	2,0	...
Llars - habitatges	-1,8	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	1,1	1,0	...
Llars - altres finalitats	0,8	-1,2	-1,2	-1,1	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8	...
Administracions públiques	3,0	15,3	11,6	3,4	1,9	-3,5	-3,7	-3,8	...
TOTAL	1,3	1,1	0,6	0,4	0,9	1,0	1,2	0,8	...
Taxa de morositat (%)⁴	4,5	4,3	4,3	4,3	4,1	...	3,9	...	...

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.

L'economia portuguesa va resistir en el 3T 2022

L'avanç del PIB en el 3T va sorprendre positivament, amb un creixement intertrimestral del 0,4%, que va situar la taxa interanual en el 4,9%. No obstant això, els indicadors més recents suggereixen que, en el 4T, l'economia lusitana podria recular. Així, tant les vendes de cotxes com les transaccions als caixers automàtics van disminuir al setembre. Ja a l'octubre, la confiança dels consumidors va caure a un nivell pròxim al registrat en la pitjor fase de la pandèmia, la qual cosa va reflectir l'empitjorament de les perspectives. En la mateixa línia, els indicadors de confiança de tots els sectors mostren un afebliment del sentiment a l'octubre i unes perspectives menys positives per a l'activitat en els propers mesos. La incorporació d'aquesta informació a les nostres previsions fa que esperem una contracció intertrimestral del PIB en el 4T 2022, tot i que, després de la bona dada del 3T, mantenim la nostra previsió de creixement del 6,3% per al conjunt del 2022.

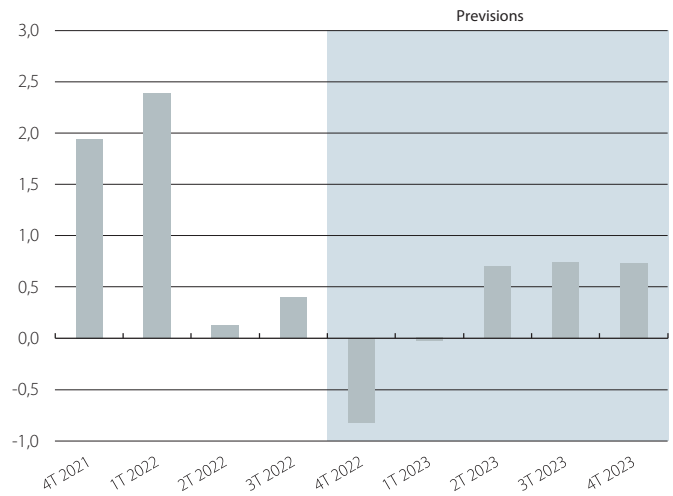
La inflació prossegueix l'escalada i supera la barrera del 10% a l'octubre. Les dades d'avanç de l'octubre apunten a un increment de la inflació fins al 10,2%, des del 9,3% del setembre. Els aliments no elaborats (pugen l'1,7% en el mes) i, sobretot, el component energètic (el 6,7% mensual) continuen impulsant els preus. En l'àmbit de l'energia, una bona part de la pujada s'explica per la revisió de les tarifes i dels preus regulats del mercat de l'electricitat i del gas natural, que va entrar en vigor a l'octubre. En conjunt, la nostra previsió d'una inflació mitjana del 7,9% el 2022 continua sent equilibrada, però amb riscos a l'alça.

Senyals de feblesa al mercat laboral. L'atur registrat a les oficines d'ocupació va tornar a pujar per segon mes consecutiu al setembre. En concret, va augmentar l'1,6% en el mes i es va situar en els 287.240 aturats. No obstant això, la xifra continua sent molt inferior a la registrada abans de la pandèmia (el -4,7%, és a dir, -14.000 aturats), però pot indicar un canvi de trajectòria al mercat de treball. Aquest augment s'explica, en gran part, pels sectors de l'Administració pública, de l'educació, de la sanitat i de les activitats de suport social (+1.887 aturats).

Revisem les previsions de preus de l'habitatge a l'alça per al 2022 (fins a l'11,7%) i a la baixa per al 2023 (fins al -1,5%). Les dades de preus dels habitatges, mesurats per l'IPH de l'INE del 2T 2022, juntament amb les de l'índex de preus residencials del Confidencial Immobiliari, continuen assenyalant avanços notables. No obstant això, les perspectives per a l'any vinent no són tan optimistes: la pujada dels tipus d'interès encareix el finançament, i les expectatives dels agents sobre els preus i sobre el nombre de transaccions estan a punt d'entrar en terreny negatiu. Ja s'observa una forta desaceleració en els volums de contractació d'hipoteques. L'erosió de la renda disponible de les llars derivada de la inflació i el pes creixent de les càrregues financeres limitaran la demanda, i això s'anirà reflectint en els preus.

Portugal: PIB

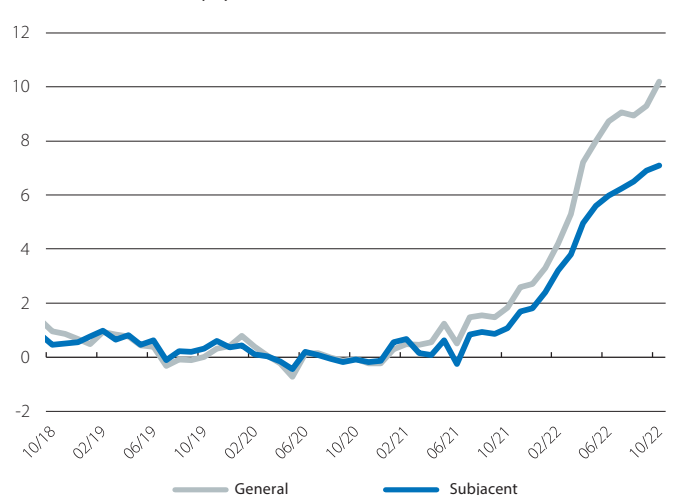
Variació intertrimestral (%)



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

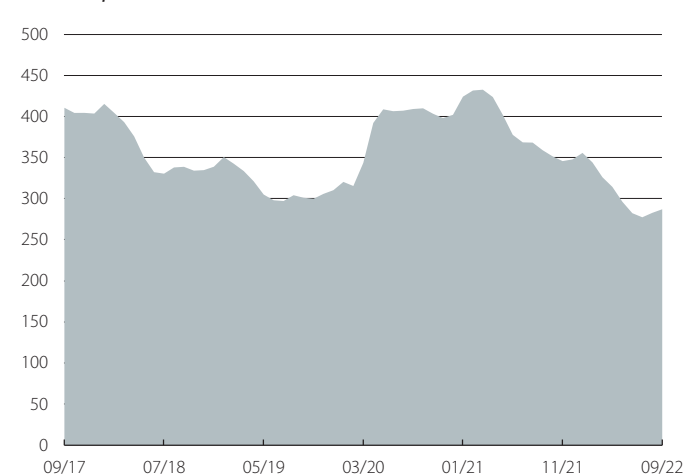
Portugal: IPC

Variació interanual (%)



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

Portugal: atur registrat a les oficines d'ocupació* (Milers de persones)



Nota: * Dades no desestacionalitzades.

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

Habemus pactum: l'acord sobre rendes i competitivitat serà la referència fins al 2026

El Govern i els agents socials¹ han assolit un acord per establir un pla a mitjà termini que millori les rendes de les famílies i la competitivitat de les empreses. Algunes de les mesures ja estaven incorporades en la proposta de Presupostos de l'Estat del 2023, que es va presentar a l'octubre. En aquest article, explorarem, de manera general, quines són les principals mesures i metes que es pretén assolir amb aquest pla.

Pel que fa a les famílies, els objectius semblen prometedors, en la mesura que s'intentarà compensar l'impacte de l'augment dels preus i dels interessos, així com l'eventual deteriorament del mercat laboral. Quant als salaris, l'objectiu és que el seu pes en el PIB arribi al 48,3% el 2026, la qual cosa comporta un augment de 3 p. p. en relació amb el 2019. Per aquest motiu, l'acord considera un augment del 20% de la renda mitjana per treballador entre el 2022 i el 2026 i l'increment de la renda mínima mensual garantida (ingrés mínim nacional) fins als 900 euros al final del 2026.²

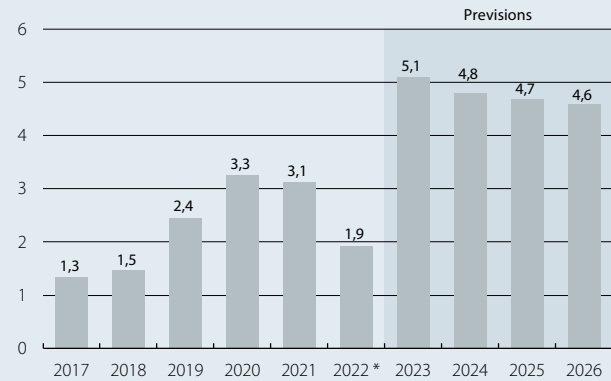
El primer objectiu pot representar un gran desafiament: si utilitzem com a referència l'evolució històrica de la remuneració bruta mitjana mensual base, el compliment de l'acord obligaria a uns augments substancialment superiors als registrats en els últims anys (vegeu el primer gràfic). Pel que fa al salari mínim nacional, és possible que, amb aquesta mesura, el percentatge de treballadors que reben una remuneració equivalent al salari mínim continuï augmentant (com es pot observar al segon gràfic).

Amb l'objectiu d'augmentar la liquiditat de les famílies, l'acord inclou també l'actualització del 5,1% dels trams de l'IRPF, la intenció de garantir la neutralitat fiscal de les actualitzacions salarials (de manera que els augments salarials no impliquin una pujada de tram i la consegüent pèrdua de renda) i una major aproximació entre la retenció en origen de l'IRPF i l'impost degut (en funció del grau d'aproximació, aquesta mesura pot ser molt rellevant en el manteniment de la demanda interna el 2023; de fet, els reemborsaments relacionats amb l'IRPF van representar el 2,2% del consum privat el 2021). Així mateix, inclou un incentiu per a la incorporació dels aturats de llarga durada al mercat laboral i l'augment de la remuneració de les hores extraordinàries (a partir de les 100 hores) amb la reducció a la meitat del tipus de retenció en origen. Finalment, en cas d'acomiadament col·lectiu o per extinció del lloc de treball, la compensació passa de 12 a 14 dies.

1. Confederacions patronals de la Indústria, l'Agricultura, el Turisme i del Comerç i Serveis i UGT.
 2. L'acord estableix les següents intencions per al salari mínim: 760 euros el 2023, 810 euros el 2024 i 855 euros el 2025. En l'acumulat 2022-2026, això representa un increment de gairebé el 30%.

Portugal: remuneració mitjana mensual base i objectius inscrits al conveni

Variació interanual (%)

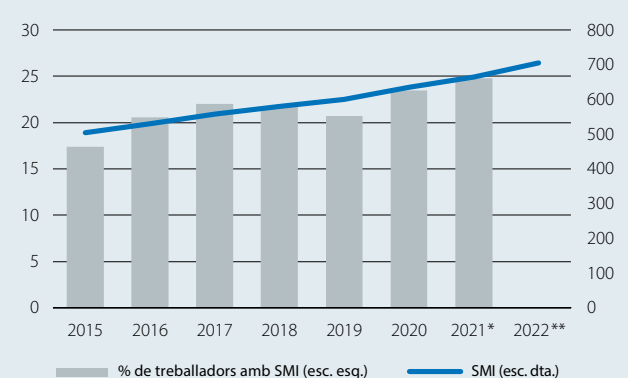


Nota: * Remuneració bruta base mitjana mensual registrada en el 1S 2022.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Pacte de Rendes i de l'INE de Portugal.

Portugal: treballadors amb salari mínim interprofessional

(% sobre el total de treballadors)

(Euros)



Notes: * Informació disponible només per al 1S 2021. ** No existeix informació per al 2022.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades del GEP portuguès.

Pel que fa a les empreses, no és gaire clar l'impacte que puguin tenir les mesures, ja que, d'una banda, es produirà un augment dels costos de personal, però, de l'altra, hi haurà mesures d'alleujament fiscal i la intenció de reduir els costos administratius i de transacció. En aquest sentit, hi haurà més deduccions en l'impost de societats per l'augment dels costos salarials per a les empreses que compleixin algunes fites, com l'aposta per la contractació col·lectiva, l'augment dels salaris d'acord amb el que s'estableix en l'acord i en la negociació col·lectiva, i la reducció de la desigualtat salarial. Malgrat que el pes dels salaris en el PIB queda lluny de l'objectiu del Govern, la veritat és que el pes de les remuneracions abonades en el VAB de les empreses ha augmentat de forma significativa des del 2016: el primer semestre del 2022, representaven més del 60% del VAB en relació amb el 57% del 2016. D'altra ban-

da, cal destacar també que l'estalvi de les empreses no financeres ha augmentat (més del 20% del VAB), la qual cosa pot ser un matalàs important per a l'increment dels costos associats a l'augment de les remuneracions.

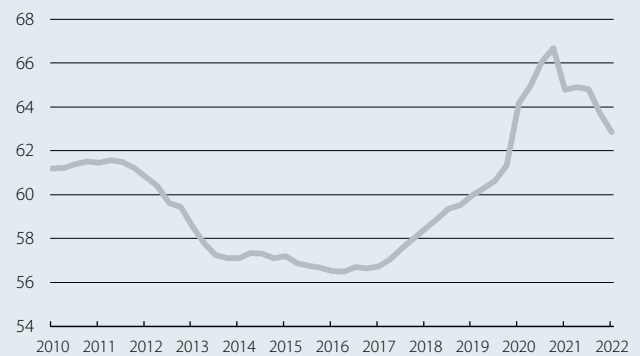
També es contempen mesures que promouen la capitalització de les empreses, com la creació d'un règim fiscal d'incentiu a la capitalització d'empreses (ICE), amb la prolongació del període durant el qual és possible deduir les ampliacions de capital (dels 6 fins als 10 anys). També es reduirà l'impost de societats per a les empreses que invertixin en R+D, i augmenta el límit de la base imposable per a les pimes i per a les empreses instal·lades a l'interior del país (de 25.000 a 50.000 euros), així com per a les empreses resultants de fusions (amb l'objectiu de promoure una major dimensió empresarial). S'adopten també altres mesures d'alleujament/incentiu fiscal diverses, com la reducció de la tributació en la compra de vehicles híbrids *plug-in* i de vehicles propulsats per gas natural i la introducció d'incentius per fomentar la formació dels col·laboradors.

Finalment, l'acord inclou també mesures per minimitzar els costos administratius i per assolir un ambient més favorable per als negocis, com la simplificació de l'obtenció de llicències, les modificacions en el Fons de Compensació del Treball (inclòs el final de les aportacions), el final de l'obligatorietat de la declaració trimestral a la Seguretat Social per als treballadors autònoms, noves modalitats de pagament a la Seguretat Social i la simplificació de l'obtenció de llicències per a la producció d'energia per vies renovables.

Aquest acord no té un caràcter obligatori ni rígid: inclou només un conjunt de mesures que han de guiar l'actuació dels agents socials en els propers anys i s'avaluarà en el moment de la presentació al Parlament del Pressupost d'Estat cada any o si les condicions econòmiques i/o socials són modificades. El seu monitoratge i seguiment li correspondrà a un grup de treball, format per representants del Govern i dels agents socials i comptarà amb el suport del Consell Econòmic i Social.

Vânia Duarte

Portugal: pes de les remuneracions salarials en el VAB de les societats no financeres (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal (Comptabilitat Nacional).

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Índex coincident d'activitat	-5,3	3,5	6,6	7,4	7,3	6,5	6,5	6,2	...
Indústria									
Índex de producció industrial	-6,9	4,5	-1,5	-2,1	2,0	2,1	4,9	0,9	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-15,3	-5,3	-1,4	-0,1	-2,3	-4,7	-4,7	-5,4	-6,3
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	0,7	13,5	-6,9	45,5	-23,5	...	-19,0	...	...
Compravenda d'habitatges	-11,2	20,5	17,2	25,8	4,5	...	-	-	-
Preu de l'habitatge (euro / m ² - taxació)	8,3	8,6	11,0	11,5	14,2	15,8	15,8	15,6	...
Serveis									
Turistes estrangers (acum. 12 mesos)	-76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	244,4	270,0	244,4	...
Indicador de confiança als serveis (valor)	-19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	18,9	14,4	11,1
Consum									
Vendes comerç al detall	-3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	3,2	4,0	2,3	...
Indicador coincident del consum privat	-6,2	4,7	7,4	6,8	5,2	2,9	2,9	2,3	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-22,4	-17,2	-13,5	-19,3	-30,5	-31,8	-31,6	-32,7	-35,2
Mercat de treball									
Població ocupada	-1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	...	1,0	...	...
Taxa d'atur (% de la població activa)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	...	6,0	...	...
PIB	-8,3	5,5	6,6	12,0	7,4	4,9	-	-	-

Preus

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
General	0,0	1,3	2,4	4,3	8,0	9,1	8,9	9,3	10,2
Subjacent	0,0	0,8	1,5	3,1	5,5	6,5	6,5	6,9	7,1

Sector exterior

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Comerç de béns									
Exportacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	...	21,6	...	...
Importacions (variació interanual, acum. 12 mesos)	-14,8	22,0	22,0	33,3	31,5	...	34,3	...	...
Saldo corrent	-2,1	-2,5	-2,5	-4,3	-4,7	...	-4,5	...	...
Béns i serveis	-3,9	-5,7	-5,7	-6,9	-6,4	...	-5,5	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	...	0,9	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	-0,1	1,2	1,2	-0,8	-1,3	...	-2,3	...	...

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Dipòsits¹									
Dipòsits de llars i empreses	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	7,8	7,9	7,8	...
A la vista i estalvi	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	11,2	11,6	11,2	...
A termini i preavis	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	3,1	3,3	...
Dipòsits d'AP	-21,0	-4,1	-4,1	9,8	8,5	-0,1	5,0	-0,1	...
TOTAL	8,9	9,0	9,0	8,9	8,2	7,5	7,8	7,5	...
Saldo viu de crèdit¹									
Sector privat	4,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,0	2,1	2,0	...
Empreses no financeres	10,5	2,2	2,2	1,2	1,0	-0,2	-0,3	-0,2	...
Llars - habitatges	2,1	3,3	3,3	3,0	3,8	3,3	3,6	3,3	...
Llars - altres finalitats	-1,1	3,1	3,1	6,4	3,3	3,2	3,2	3,2	...
Administracions públiques	-4,2	3,8	3,8	5,3	-1,3	-1,9	-0,3	-1,9	...
TOTAL	4,2	2,9	2,9	2,8	2,5	1,8	2,0	1,8	...
Taxa de morositat (%)²	4,9	3,7	3,7	3,6	3,4	...	-	-	-

Notes: 1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.

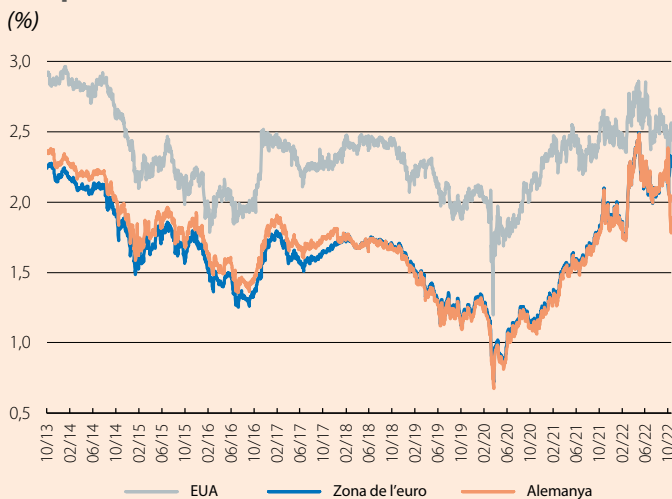
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.

Temps de transformació

El punt de partida de l'economia internacional de cara al 2023, després de les sorpreses negatives de tota mena que han anat afectant l'escenari, és ben conegut per tothom: augment del risc geopolític, disruptcions als mercats energètics, fragilitat macroeconòmica, resposta dràstica dels bancs centrals a l'amenaça inflacionista i increment de la inestabilitat financera. Un panorama poc esperançador, l'origen del qual rau en el desequilibri persistent entre oferta i demanda que han anat alimentant els successius xocs als quals ens hem enfrontat en els últims anys (COVID, guerra a Ucraïna, colls d'ampolla, etc.). I el desenllaç del qual és l'augment generalitzat de les pressions inflacionistes i la intensa desaceleració del creixement que ja es percep en els indicadors d'activitat des de l'estiu, amb el dubte de si tot acabarà en una reculada puntual de l'activitat (un parell de trimestres de creixement negatiu) o si haurèm d'afrontar una crisi més important, amb afectacions sobre el mercat de treball (estagflació?).

La volatilitat que, en els últims mesos, presenten variables clau per a les previsions macroeconòmiques (preus de l'energia, tipus d'interès i tipus de canvi), la dificultat d'incorporar en els escenaris les novetats en l'àmbit geopolític i els seus efectes sobre les expectatives, i, finalment, el problema de calibrar la resposta de les polítiques monetària i fiscal als desafiaments que van apareixent dia a dia, confereixen al 2023 una complexitat especial en el sempre procel·lós exercici de les previsions econòmiques. En especial quan la sensibilitat dels mercats va augmentant arran de l'enduriment de les condicions financeres globals que s'ha produït en els 12 últims mesos (+300 p. b. de mitjana a les economies avançades), moviment liderat per una Reserva Federal que, després dels dubtes inicials, s'ha posat a tirar del gran grup sense mirar enrere.¹

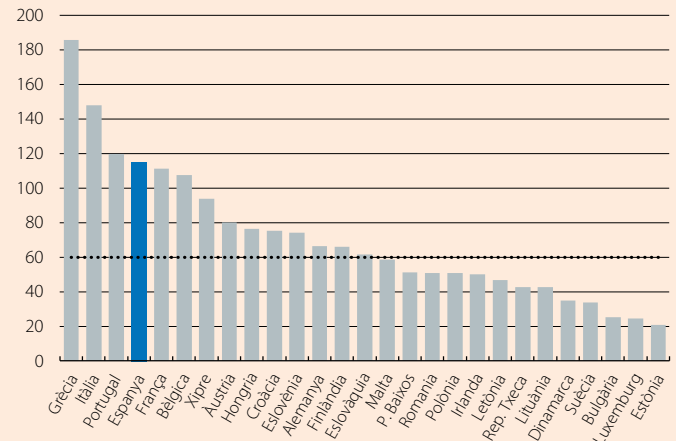
Swaps vinculats a la inflació, 5Y5Y



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

Deute públic

(% del PIB)



Nota: Previsió de la Comissió Europea per a l'any 2022 (Spring Forecasts). La línia puntejada correspon al 60% del PIB, límit establert pels Tractats Europeus.

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

Per tant, la coordinació entre Govern i entre bancs centrals, quan els objectius dels costats fiscal i monetari són diferents, es convertirà, en els propers mesos, en una de les claus que determinarà el bon funcionament del cycle econòmic el 2023. No és fàcil passar de quelcom semblant a la dominància fiscal a un règim en què torna a ser prioritària l'estabilitat macroeconòmica a curt

1. Per a més detalls, vegeu l'article «[Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023](#)», en aquest mateix Dossier.

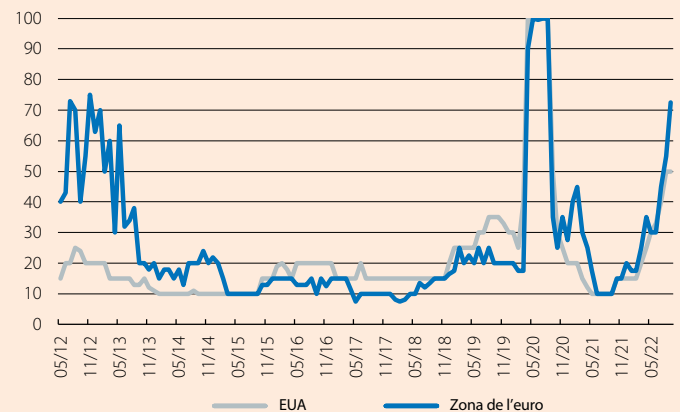
termini, en especial amb el soroll que poden introduir els desajustaments en els tipus de canvi. En gran part, aquest joc determinarà el nivell d'arribada en el procés de pujada dels tipus d'interès (*terminal rate*) i el temps que trigarà la inflació a tornar-se a aproximar als objectius.

En aquest context, l'economia mundial podria créixer el 2,7% el 2023, amb una desacceleració clara en els ritmes mitjans d'activitat tant als països avançats (l'1% en relació amb el 2,4% del 2022), com a les economies emergents (el 4% en relació amb el 7% del 2022). Amb l'escassa visibilitat existent en aquests moments, és molt complicat intentar extrapolar el perfil del cycle econòmic, però és lògic pensar que els sis propers mesos han de ser els de màxima feblesa per a Europa, mentre que, en el cas dels EUA, els efectes de les pujades de tipus d'interès de la Fed s'haurien de fer notar més a la primavera, tenint en compte els retards amb què la política monetària afecta l'activitat. El refredament que veurem en la demanda dels països avançats fins a l'estiu i la millora incipient que es comença a percebre en les restriccions a la producció podrien propiciar una normalització progressiva dels desequilibris entre oferta i demanda a mesura que vagi avançant l'any. Això permetria una moderació de la inflació i una estabilització de les condicions financeres i crearia les bases per a un retorn a les taxes de creixement potencial a partir de la tardor del 2023, les quals, probablement, seran inferiors a les existents abans de la pandèmia. El dubte és el cost que caldrà pagar a curt termini en termes d'activitat i d'ocupació per controlar el problema de la inflació i, per tant, l'ajust a la baixa del PIB en els dos propers trimestres. Aquesta ràtio de sacrifici vindrà determinada per: la possibilitat d'estabilitzar els mercats de primeres matèries energètiques, la credibilitat dels bancs centrals i l'evolució dels efectes de segona ronda i, per tant, la capacitat de repartir de manera equitativa, mitjançant pactes de rendes, els efectes del deteriorament de la relació real d'intercanvi que s'està produint en un gran nombre de països.

Per tant, l'economia mundial haurà de continuar afrontant importants desafiaments el 2023, tenint en compte les dinàmiques disruptives que continuen presents en l'escenari. Amb la incògnita del funcionament de l'economia xinesa i de l'evolució del conflicte a Ucraïna, les claus seran minimitzar els danys sobre el mercat de treball de l'enduriment monetari i mantenir-lo aïllat del soroll al canal financer. Serà un any de transició en què cal sedimentar les condicions per al retorn a una certa normalitat a partir del 2024, tot i que poden aparèixer obstacles pel camí, i, per tant, la política econòmica haurà de ser flexible i utilitzar la cirurgia per optimitzar uns graus de llibertat cada vegada més reduïts. En definitiva, continuarem immersos en aquesta fase en què el vell no acaba de morir i el nou no acaba de néixer. I així ho posen de manifest grans debats oberts com: la idoneïtat de les estratègies i dels objectius actuals d'inflació, el paper que jugarà la Xina en la dècada vinent, els límits a l'endeutament en l'economia mundial o el futur de la globalització.

José Ramón Díez

Probabilitat de recessió del consens de Bloomberg (%)



Notes: Mitjana entre els analistes que participen al consens de Bloomberg. Probabilitat de recessió en els 12 propers mesos.

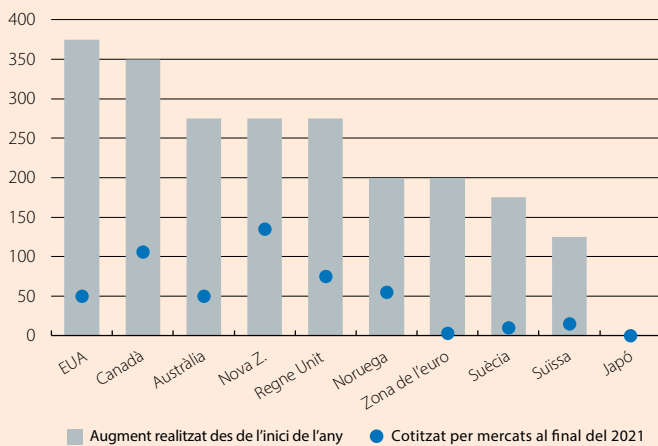
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023

El 2022 serà recordat no solament per la intensificació i per la persistència de les pressions inflacionistes, sinó també pel gir contundent en la direcció de la política monetària, un punt d'inflexió que va posar fi a més d'una dècada de tipus baixos i de polítiques ultracomodatícies.

Pujades de tipus oficials anunciades del gener al novembre del 2022

(p. b.)



Notes: Dades a 7 de novembre. Expectatives de mercats segons els implícits de la corba d'OIS swaps.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

cicle al maig en el cas de la Fed i al setembre en el del BCE, situació coherent amb unes pujades addicionals de 125 p. b., fins al 5,0%, i de 150 p. b., fins al 3,0%, respectivament. Fins i tot, en el cas del Banc d'Anglaterra, s'espera que el tipus oficial assolixi el pic, al voltant del 4,75%, durant l'estiu.

D'altra banda, en el cas de la Fed, els implícits cotitzen les primeres baixades de tipus a partir del setembre, al mateix temps que, en el del BCE, els tipus es projecten estables el 2023 i amb modestes retallades el 2024, en línia amb les previsions centrals de CaixaBank Research. A les dues regions, però, és important assenyalar que els tipus oficials es mantindran, probablement, en terreny restrictiu, és a dir, per damunt del nivell estimat com a neutral (el que no estimula ni contreu l'economia), si més no fins al final del 2025 (vegeu el segon gràfic), tot i que hi ha molta incertesa sobre on es puguin situar realment aquests nivells estructurals.

Diversos factors justifiquen aquestes expectatives que el final de les pujades de tipus es produirà el 2023. En primer lloc, els efectes de l'enduriment monetari dut a terme fins ara s'haurien de tornar més palpables al llarg del 2023, ja que el seu impacte sobre l'economia no és immediat. I és que, segons les estimacions dels models econòmics convencionals, una pujada de tipus de 100 p. b. a la zona de l'euro se sol associar a un impacte màxim sobre el nivell del PIB al cap de 12-24 mesos entre el 0,7% i el 0,9%.¹ Així, la magnitud de les pujades ja realitzades el 2022 implicaria el 2023 un creixement del PIB de la zona de l'euro entre 1,0 p. p. i 1,5 p. p. inferior a l'esperat sense l'en-

I és que, fins al principi de novembre, els bancs centrals dels països avançats han aprovat, de mitjana, pujades dels tipus oficials d'aproximadament 300 p. b., l'ajust més agressiu des de la dècada del 1980 i que supera, amb escreix, el que cotitzaven els tipus implícits als mercats financers a l'inici de l'any (vegeu el primer gràfic). També es va acordar la finalització dels programes de compres netes d'actius, i, fins i tot, en alguns països, com els EUA, es va iniciar el procés de reducció de la dimensió del balanç. Com a resultat, les condicions financeres s'han tensionat de manera significativa, la qual cosa s'ha reflectit en caigudes històriques a les principals borses.

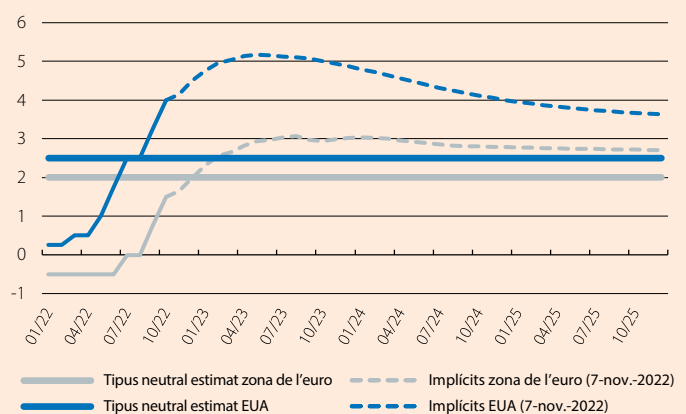
Sostre a la vista, però a quina altura?

Després del tumultuós 2022, els inversors aposten que el pic de l'enduriment monetari es produirà al llarg del 2023.

Així, al començament de novembre, els implícits als mercats cotitzaven que els tipus oficials assoliran el màxim d'aquest

Tipus oficials i expectatives segons els mercats monetaris

(%)



Notes: Expectatives de mercats segons els implícits de la corba d'OIS swaps a 7 de novembre.

El tipus neutral estimat correspon a les estimacions dels bancs centrals.

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

1. La resposta de les diferents variables a un xoc monetari estàndard (+100 p. b. d'augment) en el nostre model és molt similar a la constatada en altres models de referència. Per a més detalls, vegeu Llorens, E. (2021), «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Document de Treball CaixaBank Research 02/21, i el discurs de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 d'octubre del 2022).

duriment monetari.² En qualsevol cas, cal ser molt cautelosos amb aquestes estimacions, ja que són mitjanes històriques i podrien no capturar la singularitat del context actual. Per exemple, el major percentatge de nou deute a tipus fix (el 82% a l'agost del 2022 per a les llars a la zona de l'euro, en relació amb el 57% del 2010) podria implicar un menor impacte de l'increment de tipus sobre l'economia. No obstant això, el fet que el cicle de pujades hagi estat tan contundent i inesperat, i que partíem de tipus ultrabaixos, podria amplificar-ne l'impacte advers sobre el creixement.

En segon lloc, en un context d'endeutament públic elevat i de costos de finançament més alts, no creiem que la política fiscal pugui, ni degui, compensar l'enduriment monetari. I és que un gir cap a una política fiscal excessivament expansiva probablement seria penalitzat amb un increment de tipus més agressiu per part dels mercats, amb riscos que ressorgeixin temors de sostenibilitat de les finances públiques, tal com es va observar a l'octubre al Regne Unit.

La interacció d'aquests elements, juntament amb altres vents de cara, explica les nostres expectatives d'una desacceleració marcada de l'economia mundial per a l'any vinent, amb creixements per sota del potencial a la majoria de països. El consegüent refredament als mercats laborals, així com l'ancoratge de les expectatives d'inflació, ajudarà a limitar el risc d'efectes de segona ronda en la inflació i permetre un posicionament menys reactiu per part dels bancs centrals.

Pel que fa als factors d'oferta que expliquen l'elevada inflació, llevat del manteniment de les polítiques COVID zero a la Xina confirmades en el recent Congrés del Partit Comunista, les disruptcions en les cadenes mundials de subministrament que s'havien vist al llarg de la pandèmia probablement es continuaran moderant. D'altra banda, malgrat l'elevada incertesa sobre l'evolució de la guerra entre Ucraïna i Rússia, la combinació d'una demanda menys pròspera i de la posada en marxa de diverses mesures de contenció³ probablement permetrà un relaxament dels preus de les primeres matèries al llarg de l'any vinent, tal com ho suggereixen els mercats futurs.

Balanç de riscos: en quina direcció ens podríem equivocar?

Cal destacar que hi ha riscos en els dos sentits pel que fa a la direcció de la política monetària el 2023. D'una banda, tenim els xocs de caire inflacionista, que podrien estendre les pressions alcistes sobre els preus i comportar mesures més restrictives per part dels bancs centrals. Entre aquests xocs, destaquem una potencial escalada en el conflicte amb Rússia, així com altres esdeveniments d'ordre geopolític o desastres naturals relacionats amb el canvi climàtic. Tampoc descartem majors efectes de segona ronda, ja sigui a través d'augmentos més elevats i persistents en els salaris o de mesures més contundents d'estímul fiscal.

A tall d'exemple, en un escenari d'incrementos de preus de les primeres matèries al voltant del 50% per damunt de la nostra previsió central, la inflació de la zona de l'euro es podria mantenir en els nivells actuals durant tot el 2023 i no assolir el 2% fins al 2026 (en l'actualitat, ho preveiem per al final del 2024). En aquest escenari, no seria forassenyat esperar que el BCE situés els tipus oficials al voltant del 5%.

D'altra banda, hi ha els xocs de caire desinflationista, entre els quals distingim, en primer lloc, una desescalada de les tensions geopolítiques i, en segon lloc, una contracció superior a l'esperada de l'economia, ja sigui per disruptcions en els mercats financers o per qualsevol altre esdeveniment d'ordre sistèmic. En una desescalada geopolítica, tot i que esperem que l'efecte a mitjà termini sigui una menor pressió alcista sobre els preus, a curt termini, el xoc positiu de demanda, per la via de la menor incertesa i de la reducció dels preus energètics, ajornaria el descens de la inflació. En aquest escenari, els bancs centrals podrien respondre amb pujades addicionals a l'inici de l'any (al voltant de 50 p. b. addicionals, possiblement) abans d'iniciar un cicle de baixades amb posterioritat. En canvi, en el cas d'una contracció intensa de l'economia, esperaríem que els bancs centrals responguessin reactivant les mesures d'estímul monetari, com les compres netes d'actius per estabilitzar els mercats, i possiblement, fins i tot, es podrien plantejar baixades dels tipus oficials.

L'any 2022 s'ha caracteritzat per una incertesa elevada sobre l'escenari econòmic, tant pel desacoblament entre l'oferta i la demanda després de la pandèmia com per la guerra a Ucraïna. Això ha provocat revisions substancials de les previsions, tant de la inflació i del creixement com de la resposta dels bancs centrals. De cara al futur, la previsió sobre l'economia que, ara com ara, possiblement som més capaços d'encertar és que la incertesa es mantindrà elevada el 2023.

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

2. En el cas dels EUA, l'impacte seria major, en considerar no solament una pujada de tipus més agressiva, sinó, a més a més, el pla de reducció del balanç de la Fed. Pel que fa al BCE, algunes veus dins el Consell de Govern ja defensen que cal frenar el 2023 les reinversions dels actius que vencen dins el programa de compra d'actius (APP). En qualsevol cas, el balanç del BCE es reduirà el 2023 pel venciment de diverses rondes de TLTRO.

3. Vegeu l'article «[La política econòmica davant el desafiament energètic: fer costat als més vulnerables sense distorsionar l'economia](#)», en aquest mateix Dossier.

La política econòmica davant el desafiament energètic: fer costat als més vulnerables sense distorsionar l'economia

La política econòmica camina per la corda fluixa, ja que s'enfronta a la titànica tasca de mitigar l'impacte del xoc energètic sobre les llars i les empreses en un context complicat i amb poc marge fiscal, perquè els comptes públics ja van sortir masegats per la COVID-19 –no en va el deute públic a la zona de l'euro va superar el 2020 el 100% del PIB i el dèficit va superar el 5,0%. El 2022 la prova ha estat exigent, però, amb les perspectives d'uns preus energètics el 2023 encara per damunt dels que hi havia abans de l'esclat de la guerra a Ucraïna, la política econòmica tornarà a ser al centre del debat i s'haurà d'enfundar el mono de treball per proposar receptes que esmorteixin aquest xoc prolongat.

La línia que separa l'èxit del fracàs és fina i no hi ha garanties d'èxit. La teoria és clara, però no és senzill dur-la a la pràctica. En la tessitura actual, hi ha dos tipus d'actuacions: ajudes, primer, mitjançant les polítiques de rendes, com els subsidis directes, o, segon, mitjançant les intervencions en els preus (topalls, reduccions d'impostos especials sobre l'energia i l'IVA...), i els dos tipus poden ser específics per a col·lectius concrets o generalitzats. Els economistes de les principals institucions econòmiques (OCDE, FMI...) defensen les ajudes limitades en el temps i molt focalitzades en les llars vulnerables, perquè no hagin de suportar tot el cost de l'encariment energètic. Així, no es recomanen mesures generalitzades de controls de preus o d'ajudes directes per diverses raons:

- Interfereixen amb les inevitables reduccions de la demanda derivades de l'increment dels preus, la qual cosa pot comportar una inflació més elevada a mitjà termini i pot entorpir la transició energètica.
- Distorsionen els senyals dels preus, necessaris per fomentar l'estalvi energètic i per incentivar la transició cap a la descarbonització de l'economia.
- Poden només diferir en el temps l'impacte sobre les llars d'unes pujades de preus que, atesa la perspectiva d'una guerra llarga, duraran més del que s'esperava.

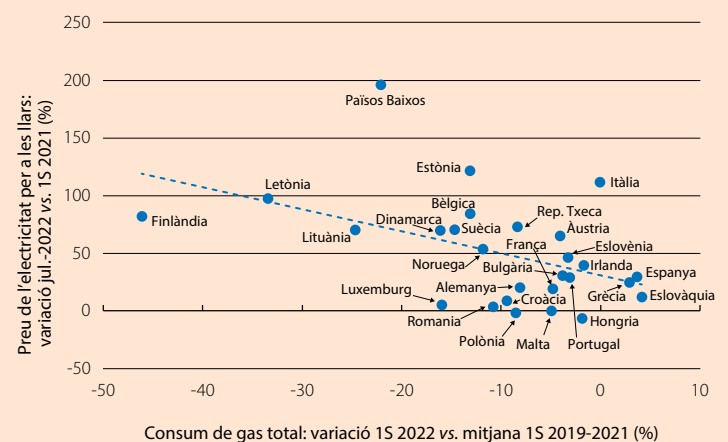
De la teoria a la pràctica: topalls de preu i ajudes menys focalitzades

La teoria del llibre de text està molt bé, però després els Governos l'han d'aplicar en un context de descontentament social que és imprescindible neutralitzar. A més a més, no sempre és fàcil identificar els més vulnerables. En aquest sentit, les economies avançades s'han enfrontat el 2022 a una veritable tempesta energètica, i, en la seva resposta, la majoria d'elles han estat més a la vora de França (paradigma de les mesures generalistes i amb intervenció dels preus) que del Regne Unit de Boris Johnson (abans de dissoldre's, les mesures del seu Govern s'acostaven a les recomanacions de l'FMI). Tal com s'observa al segon gràfic, el 2022, la major part del suport s'ha centrat en polítiques econòmiques per a tota la població, que impedeixen la transmissió de la pujada dels preus energètics majoristes als consumidors finals (topalls, reducció d'impostos que incideixen sobre el consum i la producció d'energia i de l'IVA de productes energètics...), seguides de polítiques de rendes generalitzades (ja sigui per a tota la població o per a col·lectius molt amplis, independentment de la seva renda, com usuaris de transport públic o ocupats), mentre que les mesures de suport als col·lectius vulnerables han estat molt menors.

En aquest context, la proposta d'un grup d'experts alemany conté elements interessants. Suggereixen fixar un subsidi sobre el 80% del consum del gas de les llars (el 70% per a les empreses), la qual cosa comportaria un estalvi considerable en la factura.¹ Al mateix temps, l'esquema manté els incentius per reduir la demanda de gas: els preus de mercat s'apliquen sobre el total restant i, a més a més, el subsidi es referenciarà a les quantitats consumides el 2021. No obstant això, proposen aplicar-la a tots els consumidors.

1. Del 40%, segons algunes estimacions.

Gas: preus de les llars i consum total



Nota: L'HEPI recull dades de preus a les capitals de cada país, que es prenen com a aproximació per al preu del conjunt del país al juliol del 2022.

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

Així i tot, les quantitats del pla alemany (200.000 milions d'euros, una mica més del 5% del PIB)² han generat enrenou, pel risc de laminar la igualtat de condicions (*level playing field*) al mercat únic europeu. Això ens porta al paper que ha de jugar la UE, perquè Europa capejarà millor la crisi si juga unida i no a la desbandada.

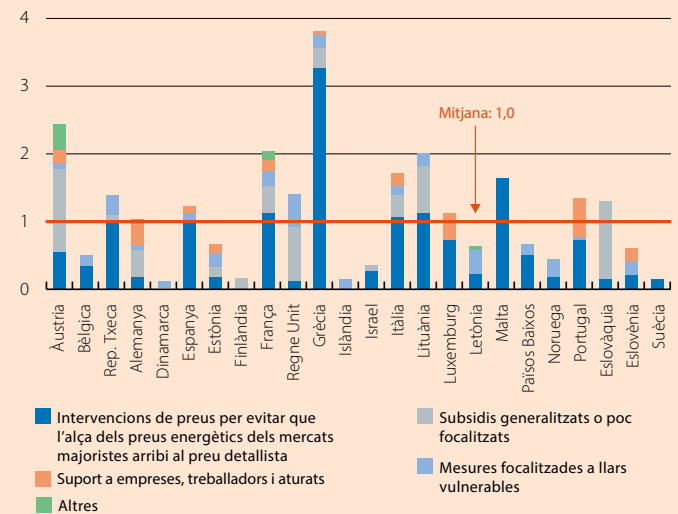
La coordinació europea

D'una banda, la UE pot exercir un paper coordinador per evitar les externalitats negatives i per aprofitar les positives. Per exemple, amb cada Govern centrat en assegurar la seva pròpia oferta de gas, la UE podria acabar amb una sobrecapacitat substancial a mitjà termini.³ A més a més, en general, la resposta nacional instintiva ha estat la de sostenir la demanda amb subsidis al consum de gas i d'electricitat, la qual cosa genera externalitats negatives i pressiona els preus al conjunt de la UE. Però, en la crisi actual, la solidaritat europea passa per un menor consum d'energia (no, com en pandèmia, per una major despesa comuna): del que es tracta és de coordinar les retallades de demanda.⁴ Així, el pla de la Comissió Europea va en la bona direcció, ja que proposa retallades en la demanda d'electricitat i de gas (del 10% i del 15%, respectivament),⁵ malgrat que hi ha elements de voluntarietat i no està lliure d'exempcions.⁶

En el mateix sentit, la coordinació de la UE també és important per garantir el flux eficient de l'energia entre països. Això s'aplica tant a curt com a llarg termini. A llarg termini, la descarbonització de l'economia i la major producció renovable comportaran una generació elèctrica més variable, la qual cosa incrementa els beneficis d'una xarxa interconnectada a nivell europeu. També és fonamental millorar les interconnexions a curt termini. El cas del gas natural liquat (GNL), clau per substituir el gas rus en la crisi actual, és un bon exemple: el 25% de la capacitat d'importar GNL es troba a la península ibèrica, que, a efectes pràctics, està desconnectada del gran mercat europeu. En aquest sentit, l'acord recent entre Espanya, França i Portugal per a la construcció d'un tub marí entre Barcelona i Marsella, que, a mitjà termini, podria transportar de forma transitòria gas de la península ibèrica a la resta del continent i que, a llarg termini, es destinarà a l'hidrogen verd, s'encamina en la bona direcció.

Finalment, la UE ha de garantir la igualtat de condicions al mercat únic europeu. En concret, atesa la disparitat del marge fiscal entre els Estats membres (que el potent paquet alemany no ha fet més que subratllar), tindria sentit un fons europeu que garanteixi un suport mínim a les empreses i a les famílies de tots els països,⁷ amb ajudes que es podrien condicionar per incentivar la cooperació entre els Estats i per afavorir un bon disseny de les polítiques nacionals (per exemple, penalitzar la implementació de polítiques contràries a l'estalvi d'energia o que limitin els fluxos internacionals d'energia, destinar més fons als països que s'esforcin a augmentar l'oferta, etc.).

Europa: cost fiscal de les mesures de suport anunciades per l'encariment energètic (% del PIB, 2022)



Nota: Mesures anunciades en la primera meitat del 2022 per desplegar-les durant tot l'any.
Font: Fons Monetari Internacional.

Javier Garcia-Arenas i CaixaBank Research

2. Aquests 200.000 milions es distribuïran entre el 2023 i el 2024, dels quals uns 90.000 milions es destinen al subsidi parcial de la factura del gas de les llars i de les empreses, mentre que pugen a 30.000 milions els fons disponibles per poder nacionalitzar totalment l'empresa energètica Uniper.

3. Entre el 30% i el 45% de la demanda el 2030, segons McWilliams *et al.* (2022), «A grand bargain to steer through the European Union's energy crisis», Policy Contribution, Bruegel.

4. En aquest mateix sentit, és necessari que les polítiques fiscal i monetària no actuïn de forma descoordinada i que la primera no desfaci els esforços de la segona per refredar la demanda.

5. Europa també ha aprovat un topall de 180 €/MWh als ingressos dels productors inframarginals (entre el desembre del 2022 i el juny del 2023) i un impost al sector dels combustibles fòssils.

6. En concret, la retallada del 15% en el consum de gas entre l'agost del 2022 i el març del 2023 és voluntària, tot i que el Consell Europeu la pot convertir en obligatòria si activa una clàusula d'alerta. A més a més, poden obtenir exempcions els Estats amb indústries clau que depenguin críticament del gas, així com els països amb una interconnectivitat limitada o que exportin gas a ple potencial, entre altres casuístiques. Així mateix, la retallada del 10% en la demanda d'electricitat entre el desembre del 2022 i el març del 2023 també és voluntària, però amb l'obligatorietat de reduir-la el 5% en hores punta.

7. Tagliapietra *et al.* (2022), «Does the European Union need an energy crisis fund?», Bruegel Blog.

Perspectives Espanya: 2023, un any carregat de reptes

Balanç del 2022

La invasió d'Ucraïna per part de Rússia ha generat la crisi energètica europea més important de les últimes dècades. Aquesta crisi ha disparat el preu del gas natural a Europa, ha agreujat el clima d'incertesa i ha propiciat un cycle de pujades agressives de tipus d'interès per part del BCE per afrontar el repunt de la inflació. Dins el context europeu, Espanya es troba comparativament ben situada per transitar la crisi: la nostra dependència del gas rus és molt menor a la d'altres grans economies europees i la nostra capacitat de regasificar gas natural liquat possibilita una major capacitat de diversificació de les importacions de gas.¹ D'aquesta manera, és improbable que vegem episodis de racionament al nostre país, malgrat el tall indefinit del subministrament de gas rus al nord d'Europa des del setembre del 2022. Així i tot, la nostra economia no és immune a l'augment de preus del gas ni a l'increment més intens del que s'esperava dels tipus d'interès. Així, malgrat que aquest context tan exigent no ha aconseguit frenar la recuperació del sector turístic el 2022, sí que ha llastat l'execució dels fons NGEU, a causa, si més no en part, de la caiguda de la demanda d'inversió arran de l'augment de la incertesa, i ha erosionat, a conseqüència del fort augment de la inflació, el matalàs que ofería l'excés d'estalvis heretat de la pandèmia.

Per al conjunt del 2022, preveiem que l'economia creixerà el 4,5%. No obstant això, aquesta xifra amaga un perfil que ha anat de més a menys. Si, en el 2T, el creixement del PIB va ser de l'1,5% intertrimestral, en el 3T, l'economia ha crescut només el 0,2% intertrimestral, i preveiem que es produirà una lleugera contracció en el 4T.

Un 2023 amb un creixement molt modest

Per il·lustrar què hi ha rere les nostres perspectives per a l'economia espanyola el 2023, hem desglossat la nostra previsió de creixement del PIB de l'1,0% en funció de les contribucions dels seus principals determinants (vegeu el primer gràfic). En absència del conflicte geopolític, les perspectives per al 2023 haurien estat força esperançadores: l'impuls cíclic per l'efecte de la recuperació econòmica i l'impacte dels fons europeus haurien empès l'economia a créixer a taxes pròximes al 4%.

No obstant això, la crisi energètica ha incrementat els preus de l'energia, ha comportat un fort augment de la inflació i ha propiciat un augment agressiu dels tipus d'interès. Tot i que preveiem que l'impacte advers de l'augment dels preus de l'energia sobre el creixement econòmic tindrà el màxim impacte el 2022, creiem que l'impacte de l'augment de la inflació i dels tipus d'interès assolirà la seva màxima expressió el 2023.

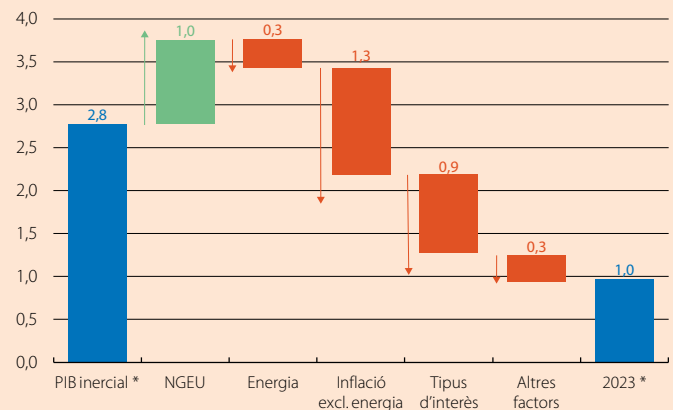
Començant pel costat dels preus de l'energia, el preu del gas natural al mercat MIBGAS ha passat d'una mitjana pròxima als 50 €/MW el 2021 a una mitjana pròxima als 110 €/MW entre el gener i el setembre del 2022, una mica més del doble. De cara al 2023, preveiem que el preu continuarà escalant, tot i que ho farà amb menys intensitat.² Atès que l'encariment energètic va ser més pronunciat el 2022 del que s'espera que ho sigui el 2023, l'increment dels preus de l'energia ha tingut un impacte més fort el 2022, on estimem que ha restat una mica més d'1 p. p. al creixement del PIB, que el que s'espera que tingui el 2023 (impacte de -0,3 p. p.). Cal destacar, però, que

la caiguda recent del preu del gas, a causa de les mesures anunciades per la Comissió Europea per limitar-ne el preu i de les elevades temperatures que s'estan registrant, ara com ara, a la tardor, podria implicar uns preus de l'energia el 2023 més baixos que els contemplats en el nostre escenari, i, per tant, l'impacte d'aquest factor sobre el creixement seria menor.

1. El 9% de les nostres importacions de gas el 2021 provenien de Rússia, en relació amb el 65% d'Alemanya i el 38% d'Itàlia.

2. El preu del barril de Brent va escalar d'una mitjana pròxima als 60 €/barril el 2021 a una mitjana pròxima als 95 €/barril entre el gener i el setembre del 2022, però preveiem que, el 2023, el preu del petroli es mantindrà a la vora d'aquesta cota, de manera que la seva contribució al creixement del 2023 seria gairebé nul·la.

PIB 2023: desglossament del creixement (p. p.)



Notes: * Variació anual (%). El PIB inercial es calcula mitjançant una regressió de la variació anual del PIB en relació amb el seu primer retard i la bretxa de producció de l'any anterior. El retard captura la inèrcia habitual del PIB, mentre que la bretxa de producció captura l'impuls del qual gaudeix l'economia en funció del punt cíclic en què es troba.

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

En segon lloc, s'espera que la inflació, sense el component energètic, es mantingui encara en cotes elevades, prop del 5%, a causa, en gran part, d'aquest efecte indirecte que l'augment dels preus de l'energia té sobre la resta dels components de la cistella. Segons les nostres estimacions, aquest canal podria restar al voltant d'1,3 p. p. al creixement. Aquesta valoració acumula, en certa manera, l'augment de la inflació de l'any anterior. Pensem en termes d'expectatives: si, al principi, el repunt de la inflació podia ser considerat passatger, l'impacte sobre el creixement en els estats inicials del xoc hauria d'haver estat petit, ja que els agents no ajusten gaire les decisions de despesa. Passat un temps, quan els agents internalitzen la major persistència del repunt de preus, les decisions de despesa s'ajusten millor i aflora un major impacte macroeconòmic.

Finalment, el cicle de pujades de tipus iniciat pel BCE al juliol del 2022 tindrà l'impacte màxim el 2023, ja que el seu efecte sobre el creixement triga uns trimestres a materialitzar-se completament, i s'espera que resti gairebé 1 p. p. al creixement del PIB el 2023. Cal recordar que s'espera que el BCE apugi els tipus al voltant de 300 p. b. entre el juliol del 2022 i el març del 2023, una pujada d'una magnitud i a una velocitat no vistes des de la posada en marxa de l'euro.

La inflació elevada i l'augment de tipus passaran factura al consum privat el 2023

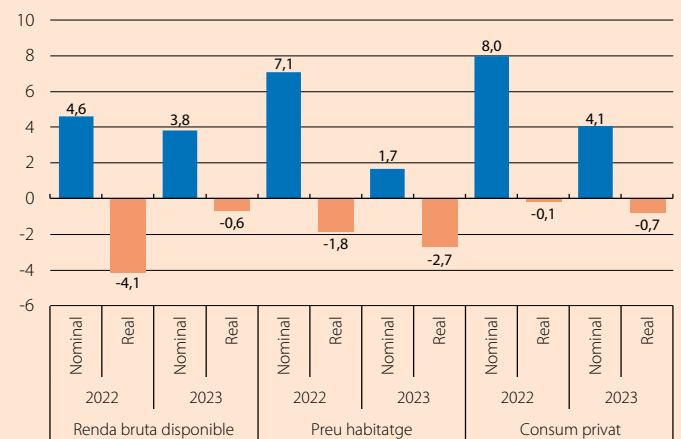
Acabem la nostra singladura analitzant l'impacte de la inflació sobre el poder adquisitiu i sobre l'evolució esperada del consum de les llars. Tal com es pot observar al segon gràfic, s'espera que la inflació tingui un impacte negatiu substancial sobre la capacitat adquisitiva de les llars, atesa la important caiguda de la renda bruta disponible en termes reals el 2022, que no preveiem que es recuperi el 2023. Així mateix, la pujada de tipus d'interès comentada més amunt també afectarà el consum, ja que les llars amb préstecs exposats a les fluctuacions en els tipus d'interès hauran de dedicar més percentatge de la renda a servir-ne els pagaments. D'aquesta manera, la pèrdua de capacitat adquisitiva i l'augment dels tipus ens fan preveure que el consum real es mantindrà gairebé estancat el 2022 i anotarà, probablement, una taxa de creixement negativa el 2023, que podria ser una mica superior al $-0,5\%$.³ Aquesta caiguda no solament reflectiria l'evolució dels determinants del consum el 2023, sinó que també capturaria el canvi en les expectatives sobre la persistència dels xocs experimentats el 2022.

En definitiva, el 2023 es presenta carregat de reptes. Es preveu que el creixement s'alentirà a mesura que l'economia s'ajusti a la crisi energètica que estem experimentant. Amb aquest rerefons, només podem desitjar que tots aquests ajustos ens condueixin a una economia més ben preparada per afrontar els desafiaments del futur.

Oriol Carreras

Projeccions de creixement del consum privat i els seus determinants *

Variació interanual (%)



Nota: * Previsió per al 2022 i el 2023 segons les previsions de CaixaBank Research a l'octubre del 2022.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

3. Es tracta d'un model de regressió lineal en dues etapes. Primer s'estima la relació a llarg termini entre el consum i els seus determinants: la renda bruta disponible, la riquesa financera neta de les llars, el preu de l'habitatge i el tipus d'interès sobirà a llarg termini (totes les variables en logaritmes, llevat dels tipus d'interès, i deflactades per l'IPC). Després s'estima una regressió entre el creixement intertrimestral del consum i la variació intertrimestral de l'ocupació, els salaris i el residu de l'equació de la primera etapa. Els dos primers factors capturen l'impacte a curt termini d'aquestes variables sobre el consum, mentre que l'últim factor captura la tendència del consum a retornar a la seva tendència a llarg termini determinada pels seus fonamentals.

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

Et recomanem:

Economia en temps real

Segueix l'evolució de l'economia espanyola a través dels nostres indicadors en temps real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Segueix-nos a:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2022

© Banco BPI, 2022

Disseny i producció: www.cegeglobal.com

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

