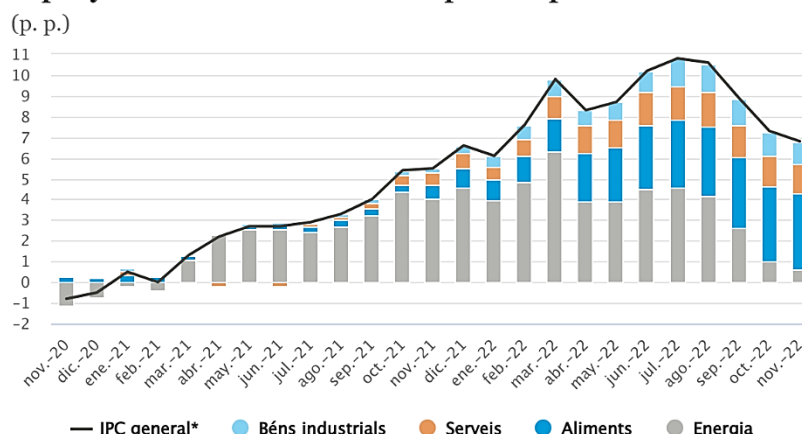


Economia espanyola

El consum a Espanya perd força a inicis del 4T. A l'octubre, les vendes interiors de les grans empreses van caure un 0,8% intermensual, una reculada modesta i dins del rang típic de variació de l'indicador des d'una perspectiva històrica. En termes interanuals, aquest registre implica una desacceleració des del 5,5% que es va registrar al setembre fins al 3,9% a l'octubre.

La inflació general a Espanya es va moderar fins al 6,8% al novembre (7,3% a l'octubre), gràcies a la caiguda dels preus de l'energia i a la contenció de la inflació de béns industrials i serveis. Així, la inflació nucli (que exclou energia i tots els aliments) va continuar moderant-se, assolint una taxa del 4,1% (4,2% fa un mes), de manera que va encadenar tres mesos a la baixa. La inflació subjacent (que exclou energia i aliments no elaborats) es va situar en el 6,3%, 0,1 p. p. per sobre de l'octubre, empena per l'avenç dels preus d'aliments elaborats, que van créixer el 14,7% interanual (el 13,4% a l'octubre). Per la seva banda, la contribució del component energètic a la inflació va continuar baixant (0,6 p. p. al novembre des de 4,5 p. p. fa quatre mesos), gràcies al marcat ajustament en el preu de l'electricitat (-22,4% interanual al novembre). En balanç, la propagació de les pressions inflacionistes al conjunt de la cistella de l'IPC es manté elevada, però sembla estabilitzar-se: la proporció de la cistella amb inflació igual o superior al 10% es va mantenir sense canvis en el 33% (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: contribució a la inflació per components



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

Notable deteriorament de la balança comercial no energètica a Espanya. A l'octubre, el dèficit exterior va pujar a 6.852 milions, el doble que a l'octubre del 2021. El deteriorament acusa el fort augment del dèficit no energètic, que s'eleva a 2.451 milions davant dels 550 milions de fa un any, a causa del major avenç de les importacions (22,1% interanual) que de les exportacions (13,3%). Si es corregeix per l'efecte d'augment de preus, mentre que les importacions no energètiques creixen a un ritme interanual del 3,9%, les exportacions anoten una caiguda de l'1%. Per la seva banda, el dèficit energètic continua avançant, tot i que a un ritme més moderat (-3.851 milions vs. 2.811 milions fa un any).

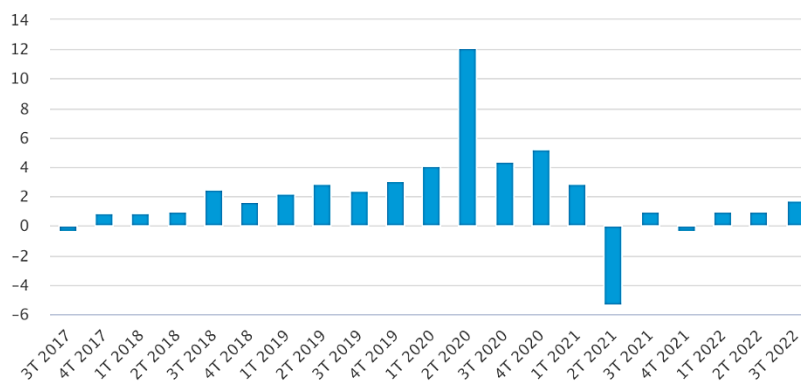
L'activitat immobiliària a Espanya aguanta el to a l'octubre. A l'octubre es van fer 51.625 compravendes d'habitatge, un 11,4% més que el mateix mes de l'any anterior. Tot i que l'avenç de les compravendes s'ha moderat notablement des dels registres interanuals de més del 20% que es van registrar a principis d'any, el creixement es manté resilient si considerem el context d'enduriment de la política monetària i d'erosió del poder adquisitiu de les llars per l'elevada inflació. De cara als propers mesos, preveiem que les compravendes es desaccelerin a mesura que l'augment de tipus es filtri en una demanda menor. Per segments, les compravendes d'habitatge nou van caure un 5,4% interanual, mentre que les d'habitatge usat van avançar un 15,6%.

Lleuger augment dels costos salarials a Espanya en el 3T. Segons l'enquesta trimestral de cost laboral (ETCL), els costos salarials per treballador van augmentar un 4,2% interanual en el 3T davant el 4,4% el trimestre anterior. Tot i això, els

costos salarials per hora treballada van avançar a un ritme inferior (1,7% davant l'1,4% en el 2T), a causa de l'augment de les hores treballades. Per la seva banda, les vacants no cobertes al mercat laboral es van mantenir en nivells elevats, però per primera vegada des de començament d'any es redueixen en el trimestre fins a les 143.875: els serveis aglutinen el 91,2% de les vacants, concentrades sobretot en sanitat, comerç i Administració pública.

Espanya: cost laboral total per hora*

Variació interanual (%)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada i ajustada per efectes de calendari.

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

Economia internacional

El BCE empitjora el seu escenari de creixement i d'inflació per a la zona de l'euro. Així, la modesta recessió que anticipa en el 4T 2022 i en el 1T 2023 i la tèbia reactivació posterior situarien el creixement del PIB el 2023 en el 0,5% (0,9% estimat al setembre), i manté sense canvis la previsió per al 2024 en l'1,9%. Per la seva banda, preveu que la inflació podria tocar sostre en el 4T, tot i que es mantindrà a cotes elevades més temps del previst al setembre. Això explica que el BCE revisi la inflació estimada per al 2023 a 0,8 p. p. a l'alça fins al 6,3%; i eleva la del 2024 a 1,1 p. p., fins al 3,4%; retarda gairebé un any, fins a finals del 2025, la tornada a taxes properes al 2,0%. Tot i això, atesa l'elevada incertesa del context actual, el BCE també publica un escenari alternatiu, en què es patiria racionaments d'energia. En aquest cas, el PIB cauria un 0,6% el 2023 i creixeria només un 0,2% el 2024, mentre que la inflació arribaria al 7,4% el 2023 i el 3,6% el 2024. De moment, l'evolució dels darrers indicadors s'alinea amb l'escenari central: les enquestes d'opinió i de clima empresarial han revertit en els darrers mesos part de la sobreacció negativa patida des de l'estiu, si bé romanen al desembre en valors compatibles amb caigudes de l'activitat (el PMI compost es va ubicar en el 48,8 a la zona de l'euro al desembre).

Previsions econòmiques del Banc Central Europeu

	2021	Desembre del 2022			Setembre del 2022		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB							
Var. anual (%)	5,2	3,4	0,5	1,9	3,1	0,9	1,9
Inflació general							
Var. anual (%)	2,6	8,4	6,3	3,4	8,1	5,5	2,3
Inflació subjacent							
Var. anual (%)	1,5	3,9	4,2	2,8	3,9	3,4	2,3
Atur							
(% població activa)	7,7	6,7	6,9	6,8	6,7	6,9	7,0

Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions del BCE.

L'economia dels EUA continua desaccelerant-se i la inflació sorprèn, de nou, a la baixa. Al novembre, la inflació general va caure 0,6 p. p. fins al 7,1% interanual, un registre per sota de les expectatives que confirma la tendència a la baixa iniciada al juliol. Aquesta caiguda s'explica principalment pel descens dels preus energètics, tot i que l'índex subjacent (que exclou energia i tots els aliments) també va caure del 6,3% al 6,0%. Els propers mesos, la inflació seguirà a cotes elevades, influenciada per uns preus energètics encara elevats, un mercat laboral que també es mostra tensionat i la inèrcia d'alguns dels components de la cistella (vegeu la [Nota Breve](#)). Així ho preveu també la Reserva Federal que, en l'actualització del quadre macroeconòmic, estima que la seva mesura preferida d'inflació (deflactor del consum privat) arribarà al 3,1% i al 2,5% en el 4T 2023 i 2024, respectivament. Per la seva banda, la Fed estima que la taxa d'atur augmentarà fins al 4,6% (des del 3,7% registrat al novembre) i el PIB creixerà per sota del potencial el 2023 i el 2024. Aquesta desacceleració ja s'està notant en diversos indicadors, com les vendes al detall del novembre (-0,6% intermensual), la producció industrial (-0,2%) o les enquestes dels PMI del desembre (que es mantenen per sota del llindar dels 50 punts).

EUA: previsions macroeconòmiques de la Fed

	2022	2023	2024	Llarg termini
Creixement del PIB	0,5 (0,2)	0,5 (1,2)	1,6 (1,7)	1,8 (1,8)
Taxa d'atur	3,7 (3,8)	4,6 (4,4)	4,6 (4,4)	4,5 (4,3)
Inflació general	5,6 (5,4)	3,1 (2,8)	2,5 (2,3)	2,1 (2,0)
Tipus d'interès	4,4 (4,4)	5,1 (4,6)	4,1 (3,9)	3,1 (2,5)

Notes: Entre parèntesis, previsions al setembre del 2022. El PIB i la inflació s'expressen en variació interanual respecte al 4T. La inflació correspon al PCE. La taxa d'atur correspon a la mitjana del 4T.

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

L'economia xinesa continua donant senyals de contracció en el 4T. La producció industrial xinesa va créixer menys del que s'esperava al novembre, el 2,2% interanual (enfront del 5,0% a l'octubre), el ritme més feble des del maig. Per la seva banda, les vendes al detall van recular el 5,9% en termes interanuals al novembre (-0,5% a l'octubre), en un context de marcat deteriorament en l'evolució de la pandèmia i la desacceleració al sector immobiliari. De cara als propers mesos, els riscos principals es mantenen, posant el focus d'atenció en l'evolució de la política sanitària. Tot i que l'abandonament de la política COVID zero assenta les bases per a una recuperació futura de l'activitat, el període de transició podria ser més llarg i molt incert.

El Banc de Portugal (BdP) revisa a l'alça el creixement el 2022 i a la baixa el 2023. Així, segons el BdP, el PIB del país lusità creixerà un 6,8% aquest any i un 1,5% el 2023. Entre els factors, el BdP destaca l'elevada incertesa global, la pèrdua de poder adquisitiu, els costos de finançament més elevats i l'afebliment extern de la demanda.

Mercats financers

Els bancs centrals avisen que el cicle de pujades és lluny d'acabar. La setmana passada, els bancs centrals van recaptar la seva estratègia d'enduriment monetari, amb increments de tipus una mica més moderats, però probablement més duradors. A Europa, el BCE va pujar els seus tipus de referència a 50 p. b. (*depo* al 2,00% i *refi* al 2,50%) i va anunciar la reducció de la cartera de bons al seu programa d'actius APP a partir del març (a un ritme inicial de 15.000 milions mensuals). Tot i això, el més destacable van ser les indicacions que va donar de cara a les properes reunions, assenyalant més pujades de tipus, en magnituds significatives i a un ritme sostingut. De fet, Lagarde va apuntar a més d'una pujada de 50 p. b. i va deixar clar que un nivell terminal del *depo* del 3,0% seria insuficient (vegeu la [Nota Breve](#)). En una línia similar, la Reserva Federal va pujar els tipus d'interès oficials també a 50 p. b. fins a l'interval 4,25%-4,50%

i va anunciar més pujades durant el 2023. En concret, i d'acord amb allò publicat al *dot plot*, la majoria dels membres del FOMC estimen que caldrà pujar els tipus oficials en 75 p. b. fins a l'interval 5,00%-5,25% (vegeu la [Nota Breve](#)). Per la seva banda, altres bancs centrals també van decidir augmentar els tipus oficials a un ritme més baix: 50 p. b. al Regne Unit, Suïssa, Dinamarca i Mèxic i 25 p. b. a Noruega.

El to més agressiu dels bancs centrals revifa el temor a la recessió. Les decisions adoptades pel BCE i la Fed, però més encara els missatges posteriors a les seves reunions respectives, van despertar als mercats financers un nou episodi d'incertesa i aversió al risc. Així, als mercats de deute sobirà dels EUA i de la zona de l'euro es va transmetre el repunt observat en els implícits dels tipus monetaris, amb especial notorietat a la zona de l'euro, on els mercats cotitzen que el tipus oficial es podria situar en el 3,25% a mitjan 2023. Així mateix, en els trams a més llarg termini, el to *hawkish* de Lagarde es va traslladar a l'augment de la rendibilitat del *bund* alemany a 10 anys (per sobre del 2%), desmarcant-se de la tendència observada al *treasury* a 10 anys, i les primes de risc de la perifèria, especialment la d'Itàlia, es van ampliar considerablement. Als mercats de renda variable es van imposar les pèrdues en la majoria dels índexs borsaris. Per part seva, el dòlar va capitalitzar l'augment de l'aversion al risc i es va apreciar lleument davant la majoria de les divises, excepte a l'encreuament amb l'euro, que tancava la setmana per sobre de l'1,06. Als mercats de matèries primeres, el preu del barril de Brent va concloure la setmana sobre els 79 dòlars, després d'haver estat sotmès a una elevada volatilitat davant les expectatives de la flexibilització de les mesures sanitàries a la Xina i, en sentit oposat, els temors d'un alentiment de la demanda a Occident. El preu del gas natural TTF va retrocedir gràcies al flux abundant de les importacions de GNL i dels elevats nivells d'emmagatzematge, mentre s'espera algun acord entre els països de la UE que fixi un límit al preu del gas natural.

		16-12-22	9-12-22	Var. setmanal	Acumulat 2022	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	2,05	2,01	4	262	263
	EUA (Libor)	4,75	4,73	+2	454	454
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	2,99	2,86	+13	349	350
	EUA (Libor)	5,48	5,50	-2	490	495
Tipus 10 anys	Alemanya	2,15	1,93	22	233	253
	EUA	3,48	3,58	-10	197	208
	Espanya	3,25	2,96	29	268	291
	Portugal	3,17	2,86	30	270	291
Prima de risc (10 anys)	Espanya	110	102	7	36	38
	Portugal	101	93	8	37	38
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		3.852	3.934	-2,1%	-19,2%	-16,6%
Euro Stoxx 50		3.804	3.943	-3,5%	-11,5%	-8,6%
IBEX 35		8.113	8.289	-2,1%	-6,9%	-2,4%
PSI 20		5.689	5.752	-1,1%	2,2%	4,6%
MSCI emergents		957	978	-2,1%	-22,3%	-21,3%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,059	1,054	0,4%	-6,9%	-5,8%
EUR/GBP	lliures per euro	0,872	0,859	1,4%	3,6%	2,6%
USD/CNY	yuans per dòlar	6,974	6,958	0,2%	9,7%	9,4%
USD/MXN	peso per dòlar	19,780	19,765	0,1%	-3,6%	-5,0%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		112,7	111,7	0,9%	13,7%	16,9%
Brent a un mes	\$/barril	79,0	76,1	3,9%	1,6%	5,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	115,5	139,1	-17,0%	64,1%	-19,1%

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