IM12

INFORME MENSUAL
NÚMERO 473 | DESEMBRE 2022

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

L'impacte de l'encariment de les primeres matèries agrícoles als països emergents i amb ingressos baixos

La big data dependence *dels mercats i de la política monetària*

Els símptomes de la Xina: més que COVID

Canvis al Congrés dels EUA, un enroc fins a les presidencials?

La UE, a la recerca de les regles fiscals perdudes

La factura energètica de les llars europees en el més cru del cru hivern

ECONOMIA ESPANYOLA

Evolució dels actius financers de les famílies en termes nominals i reals a Espanya

L'evolució dels rebuts de la llum de les llars espanyoles el 2022

Quins sectors expliquen el bon comportament del mercat laboral espanyol?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Desembre 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
Adrià Morron Salmeron i
Nuria Bustamante
Coordinadors de l'*Informe Mensual*

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

Data de tancament d'aquesta edició:
14 de desembre de 2022

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *L'impacte de l'encariment de les primeres matèries agrícoles als països emergents i amb ingressos baixos*
Beatriz Villafranca

11 *La* big data dependence *dels mercats i de la política monetària*
Ricard Murillo i María Suárez Marañón

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *Els símptomes de la Xina: més que COVID*
Luís Pinheiro de Matos

18 *Canvis al Congrés dels EUA, un enroc fins a les presidencials?*
Ricard Murillo Gili

20 *La UE, a la recerca de les regles fiscals perdudes*

22 *La factura energètica de les llars europees en el més cru del cru hivern*
Rita Sánchez i Josep Mestres Domènech

26 ECONOMIA ESPANYOLA

28 *Evolució dels actius financers de les famílies en termes nominals i reals a Espanya*
Javier García- Arenas

30 *L'evolució dels rebuts de la llum de les llars espanyoles el 2022*
Josep Mestres Domènech i Alberto Graziano

31 *Quins sectors expliquen el bon comportament del mercat laboral espanyol?*
Pedro Álvarez Ondina

34 ECONOMIA PORTUGUESA

Economia internacional: milloren les perspectives en el tancament de l'any

A la vora del tancament d'un any caracteritzat per la incertesa i per la volatilitat en el comportament de les variables econòmiques i financeres, la sensació és que l'economia mundial està sent capaç d'absorbir els efectes dels xocs d'oferta, de l'augment del risc geopolític i de les pujades dels tipus d'interès molt millor del que s'esperava en tornar de l'estiu. Un cop confirmat que el 3T es va tancar en positiu a la majoria de les grans economies (amb l'excepció del Japó i del Regne Unit), el refredament de l'activitat en les últimes setmanes està sent apreciable, però menys intens del que s'havia anticipat, amb el sector serveis compensant tant l'afebliment generalitzat de la indústria com els primers efectes de les pujades de tipus d'interès als mercats de l'habitatge, que presenten majors desequilibris. Mentrestant, sembla també que l'ajust a la baixa de les expectatives dels agents s'ha frenat en una zona coherent amb un refredament significatiu de l'activitat, però no amb una recessió generalitzada amb efectes sobre l'ocupació.

La inèrcia positiva en l'evolució dels colls d'ampolla des de l'estiu (les existències s'han recuperat) i el bon comportament dels preus de l'energia (gas i petroli) han donat el primer respir en molt de temps a unes restriccions d'oferta que han estat llastant el comportament de l'economia internacional des de fa dos anys. Tot això, unit al to positiu que continua presentant el mercat de treball i al matalàs de seguretat que continua conformant l'estalvi embassat de les famílies durant la pandèmia (1,5 bilions només als EUA), està permetent moderar l'ajust a la baixa de l'activitat en les últimes setmanes de l'any. I també reduir el risc d'estagflació, sobretot si, com sembla, els preus inicien el camí de retorn des dels màxims assolits a la tardor, arran de la reducció que es comença a detectar en els desajustaments entre l'oferta i la demanda mundials.

Es tracta d'un escenari propici perquè els bancs centrals es prenguin un respir després de les reunions del mes de desembre, per valorar l'efecte del major enduriment de les condicions financeres de les últimes dècades sobre l'activitat, sobre l'estabilitat financera i sobre el comportament de la inflació. Les autoritats monetàries han utilitzat una bona part de l'arsenal a la seva disposició, però encara no saben si, amb el que han fet, serà suficient per assolir els seus objectius, entre altres raons pels retards de la política monetària. Aquesta pausa podria propiciar un acostament més quirúrgic a la *terminal rate*, que podria estar per sota de l'esperada pels mercats, tot i que tampoc podem descartar que sigui necessària una nova fase de pujades de tipus si les pressions inflacionistes es tornen a intensificar o si cal mantenir a ratlla les expectatives d'inflació. Ara com ara, també és digne de ressenyar que, amb una bona part de la feina feta, la normalització de la política monetària s'està produint sense accidents financers de gran importància (llevat de la minicrisi britànica), fins i tot en mercats emergents, malgrat els elevats nivells de deute globals.

Per tant, la notícia positiva és que augmenta la probabilitat dels escenaris centrals de previsió dibuixats després de l'estiu, els quals, en la majoria dels casos, anticipaven una aturada de l'activitat durant l'hivern, però no una recessió amb destrucció d'ocupació vinculada a racionaments d'energia al nord d'Europa. Una bona part d'aquests escenaris contemplaven preus del petroli o del gas natural, a aquestes alçades de l'any, per damunt dels actuals, la qual cosa comporta comptar amb un marge de seguretat en les previsions davant possibles sorpreses negatives. I, en aquest sentit, malgrat que queda per davant tot l'hivern i és massa aviat per cantar victòria en el pla energètic, sembla que el perfil dels riscos també està mutant cap a una major atenció als efectes del final de la política de COVID zero a la Xina, sense oblidar les possibles complicacions en les últimes etapes del procés de normalització monetària. El més important és que, després d'un any molt complex, sembla que el tancarem en una situació millor del que es podia esperar només uns pocs mesos enrere, amb els xocs d'oferta perdent intensitat. Tant de bo aquesta sigui la tònica per a tot el 2023.

José Ramón Díez
Desembre 2022

Cronologia

NOVEMBRE 2022

2 La Fed apuja els tipus d'interès oficials en 75 p. b.
15 La població mundial arriba als 8.000 milions de persones.

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.

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 Gorbatxov, 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.

Agenda

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).

GENER 2023

3 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
6 Portugal: ocupació i atur (novembre).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (desembre).
9 Portugal: xifra de negocis a la indústria (novembre).
11 Espanya: comptes financers (3T).
21 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
26 EUA: PIB (4T i 2022).
Espanya: enquesta de població activa (4T).
27 Espanya: avanç del PIB (4T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
30 Portugal: indicador de confiança d'empreses i consumidors (gener).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
31 Portugal: avanç del PIB (4T).
Portugal: avanç de l'IPC (gener).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).
31-1 Comitè de Mercat Obert de la Fed.

Els indicadors ofereixen un respir

Els principals indicadors referents a l'economia espanyola han millorat lleugerament en l'últim mes. Això allunya els temors que es produeixi una caiguda brusca de l'activitat i, de fet, obre la porta a la possibilitat que es pugui tancar l'any sense que el PIB reculi. A més a més, les bones notícies s'han produït en diversos àmbits. En qualsevol cas, la pressió sobre l'activitat econòmica i, en especial, sobre el consum de les llars continuarà sent elevada mentre la inflació no remeti de forma sostinguda. El ràpid augment dels tipus d'interès que ha dut a terme el BCE també limitarà la capacitat de recuperació en els propers trimestres.

A nivell sectorial, la millora s'ha produït tant al sector manufacturer com al de serveis. Així, l'índex PMI compost va augmentar al novembre i es va apropar als 50 punts, la frontera que sol delimitar les taxes de creixement positives de les negatives. Destaca l'evolució de la producció industrial, que, malgrat el context advers, manté un ritme de creixement positiu en termes interanuals. I, al sector serveis, destaca la millora de les vendes al detall, que, a l'octubre, van tornar a anotar una taxa de creixement positiva i ja presenten la taxa de variació interanual més elevada dels cinc últims mesos. En aquest àmbit, també cal esmentar el repunt de la confiança del consumidor. Tot i que es manté en nivells molt baixos, a l'octubre va millorar per primera vegada en un any i mig.

De tota manera, de totes les notícies positives, en destaquen dues: la caiguda de la taxa d'inflació i els bons registres del mercat laboral. Pel que fa a la remissió de les pressions inflacionistes, ja s'esperava que es produïssin en el tram final de l'any, però el gir està sent una mica més pronunciat del que es preveia, sobretot gràcies a la moderació del preu de l'electricitat. La recuperació de la producció d'energia renovable, l'ajust del preu del gas als mercats internacionals i la major eficàcia del topall del gas (gràcies al descens de la producció elèctrica amb gas i al fet que ha augmentat el nombre de consumidors que paguen la compensació) han estat els elements clau fins avui. De cara als propers mesos, és d'esperar que la moderació de les pressions inflacionistes prossegueixi, la qual cosa hauria de facilitar que es consolidi la millora incipient de la confiança del consum, molt llastada fins avui.

Pel que fa al mercat de treball, destaca el notable dinamisme que continua presentant la creació d'ocupació. Després de les dades positives del novembre, l'augment dels ocupats en el 4T es podria situar al voltant del 0,5% intertrimestral (el 0,7% en el 3T), la qual cosa representaria una desacceleració més moderada del que estava previst. En episodis anteriors de feblesa econòmica, els ajustos de l'ocupació solien ser més bruscos. Probablement, en un context com l'actual, ja s'hauria produït una certa destrucció d'ocupació, però les successives reformes dels últims anys, que han reduït la temporalitat i han afavorit l'ajust de les hores treballades al llarg del cicle econòmic, podrien haver canviat de manera estructural el comportament del mercat de treball.

L'impacte de tot això no és menor. L'ajust de la renda de les llars, en termes reals, ha estat molt notable, però el repartiment d'aquest impacte entre la població és molt diferent en comparació amb crisis anteriors. En concret, enguany, la renda bruta disponible de les llars haurà caigut, probablement, prop del 6% en relació amb el màxim assolit en el 3T 2021. Una xifra significativa. Com a referència, això representa gairebé la meitat de la reculada que es va produir durant la crisi financera, que es va situar en el 14,6%. No obstant això, fa una dècada, el gros de l'ajust es va concentrar en la part de la població que va perdre la feina. El fort augment de la taxa d'atur, que va arribar a superar el 25%, ha quedat en la memòria de tots. En canvi, aquesta vegada, la resiliència del mercat de treball està permetent que l'impacte de la crisi es transmeti de forma més homogènia entre la població.

Així, malgrat les dificultats del moment, la desigualtat dels ingressos salarials s'ha continuat reduint en els últims mesos. A l'octubre, l'índex de Gini en temps real elaborat per CaixaBank Research se situava ja 1 punt per sota del nivell previ a la pandèmia. Fins i tot entre els col·lectius més vulnerables, com els joves o les persones nascudes fora d'Espanya, que solen ser els que més pateixen en contextos com l'actual, la desigualtat es continua reduint i també es troba clarament per sota dels nivells registrats el 2019.

En definitiva, malgrat la incertesa que envolta el context actual i les dificultats que travessen moltes llars i empreses, els indicadors econòmics amb els quals es tanca l'any ofereixen una mica d'esperança.

Oriol Aspachs

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	3,4
Països desenvolupats	*2,6*	*1,4*	*–4,4*	*5,2*	*2,6*	*1,0*	*1,7*
Estats Units	2,7	1,7	–2,8	5,9	1,6	1,1	1,7
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,3	5,3	3,2	0,2	1,6
Alemanya	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,8	–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	6,7	3,7	–0,2	1,0
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,3	0,5	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	–11,0	7,5	4,4	–1,4	–0,4
Països emergents i en desenvolupament	*6,5*	*4,9*	*–1,9*	*6,6*	*3,5*	*3,9*	*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	4,1	1,0	4,8
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*	*7,2*	*4,0*	*2,0*
Estats Units	2,8	1,8	1,2	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	8,5	4,6	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	1,9	1,8	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	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	1,9	3,7	5,2	11,9	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	6,0	1,9	0,7	2,3
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–1,8	0,7	0,7
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	5,2	1,7	2,1
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	6,2	0,5	3,1
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,3	2,5	1,5
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,9	–0,3	–4,5	4,9	1,6	0,9	1,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	17,9	2,3	1,9
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	9,3	2,4	1,9
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	3,7	0,6	1,3
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	8,5	4,6	2,3
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,7	3,1	2,0
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,5	0,5	1,1
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
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**	**0,5**	**2,3**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,5	–1,9	2,7	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

Rally tardorenc als mercats financers

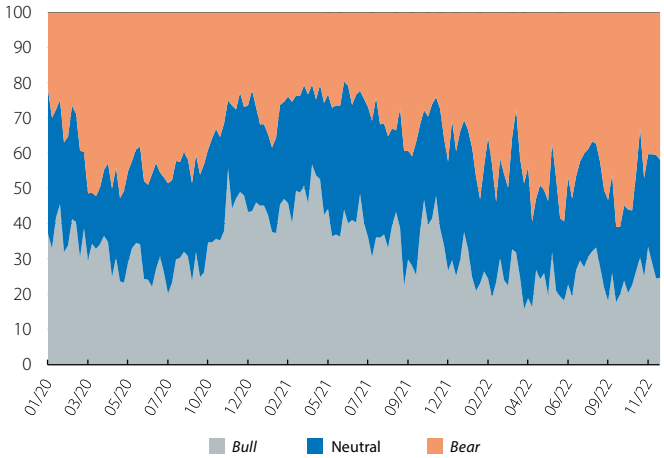
L'optimisme inversor es consolida al novembre. Igual que va succeir en la recta final d'octubre, el bon to va tornar a caracteritzar el comportament dels actius de risc durant una gran part de novembre. Entre els principals factors d'aquest optimisme van destacar els senyals de moderació en les tensions inflacionistes, la desacceleració una mica menys intensa de l'activitat econòmica, la temptativa d'estabilització als mercats energètics i la confirmació que, pel que sembla, la trajectòria de la política fiscal en alguns països (com Itàlia o el Regne Unit) es manté en línia amb els objectius de la política monetària. Fins i tot a la Xina, que afronta una complexa situació sanitària, les autoritats van donar lleugers indicis d'una possible flexibilització de la política de COVID zero. En aquest context, els principals bancs centrals es van mostrar a favor de reduir el ritme en l'enduriment monetari. Als mercats financers, les expectatives d'un possible pivot en la política monetària van detonar el *rally* a les borses internacionals i en els actius de renda fixa i la depreciació del dòlar. Aquest optimisme va ajudar a reduir les pèrdues acumulades durant l'any, tot i que sota un escenari molt incert i marcat per la volatilitat.

La Fed podria ser menys agressiva. Les actes del FOMC del novembre es van caracteritzar pel to relativament més relaxat en la guia de la política monetària. Els membres de la Fed van donar suport a la continuïtat de les pujades en les pròximes reunions, però es van mostrar oberts a la possibilitat que aquest ritme es pogués moderar després d'haver realitzat quatre increments consecutius de 75 p. b. Aquest «pivot» cap a una menor agressivitat va ser corroborat pel Jerome Powell mateix, que va apuntar a la possibilitat que, tan aviat com a la reunió del desembre, es podria produir el canvi en la velocitat de l'enduriment monetari. No obstant això, Powell també va advertir que, malgrat que la inflació ha cedit una mica, encara es troba en cotes molt elevades i que el mercat laboral dona poques mostres de desacceleració, aspecte que justifica la continuïtat de l'alça en els tipus d'interès (la qual cosa apunta a la possibilitat de mantenir els tipus una mica més alts i durant una mica més de temps). Així i tot, els mercats financers descompten que la Fed alentirà el procés de pujades dels tipus al desembre (amb un augment dels tipus de 50 p. b., fins al rang 4,25%-4,50%) i que al final del 2023 tornarà a situar-se al voltant del 4,50%, gairebé 0,5 p. p. per sota del que es preveia a l'octubre. Aquest gir en les expectatives va afavorir la reculada de les rendibilitats del deute sobirà nord-americà des dels nivells més alts de l'any. Al novembre, la *yield* del bo a 10 anys va recular més de 40 p. b., fins al voltant del 3,6%, mentre que la del bo a 2 anys va cedir gairebé 20 p. b. i es va apropar al 4,3%.

El BCE també apunta a més pujades de tipus, però a un ritme menor. A la zona de l'euro, les actes de la reunió de l'autoritat monetària van mostrar el suport dels seus membres a l'augment dels tipus d'interès de 75 p. b. realitzat a l'octubre. De cara a les pròximes reunions, es va posar de manifest la divisió d'opinions sobre com gestionar l'enduriment de les condicions

EUA: sentiment de mercat

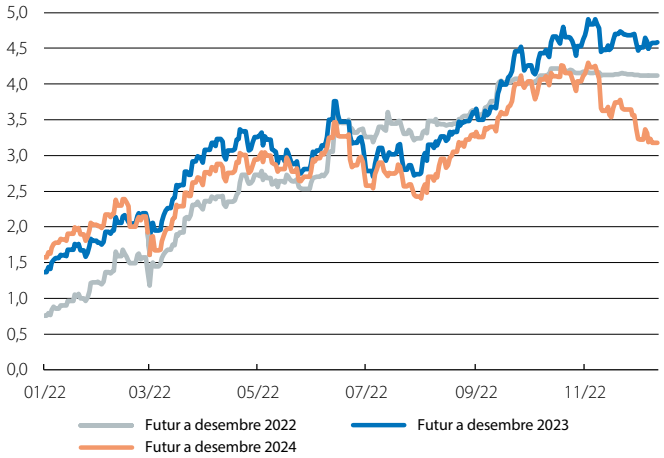
(%)



Nota: *Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista (*bull*), neutral o pessimista (*bear*).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Futurs del tipus d'interès de referència de la Reserva Federal

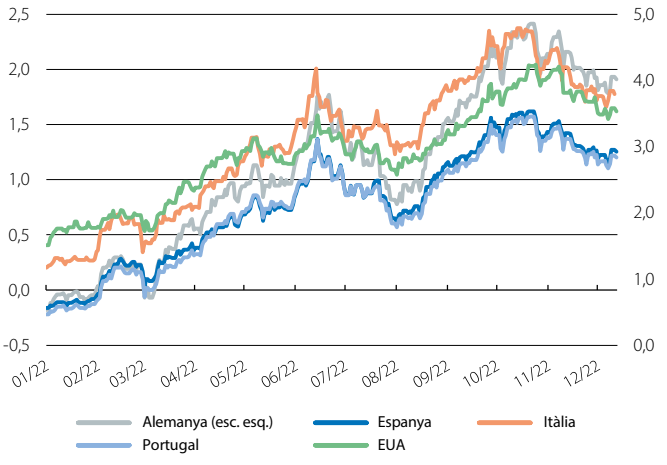
(%)



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

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%) *(%)*



Notes: *EUA, Espanya, Itàlia i Portugal, esc. dta. Dades a 9 de desembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

financeres en un escenari on la inflació es manté en nivells molt elevats i els riscos de contracció de l'activitat afloren. Així i tot, igual que als EUA, els mercats apunten a una moderació en els increments de tipus de cara a les pròximes reunions, amb un augment de 50 p. b. en la reunió del desembre (per situar el tipus *depo* en el 2,00% i el *refi* en el 2,50%). Aquest moviment va comportar el descens generalitzat de les rendibilitats del deute sobirà de la zona de l'euro en els trams llargs de la corba, tot i que menys que en el cas del deute dels EUA.

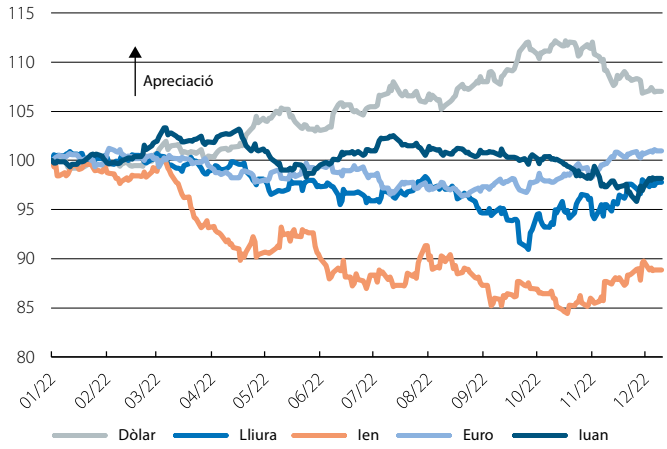
El dòlar es dona un respir. L'avanç del *risk-on*, esperonat per l'optimisme dels mercats financers comentat més amunt, va alleujar la pressió compradora sobre el dòlar que experimentava des del 2T, amb l'inici de la pujada de tipus de la Fed i amb l'inici de la guerra a Ucraïna. Aquesta circumstància va afavorir l'apreciació de l'euro i la consolidació del seu canvi per damunt de la paritat amb el bitllet verd. La lliura esterlina també es va apreciar de forma notable en relació amb el dòlar, més del 5% al novembre, reflex d'una bona recepció per part dels inversors de les mesures fiscals anunciades pel nou primer ministre Rishi Sunak.

El petroli i el gas s'abarateixen. La incertesa sobre la demanda futura de cru en un context de menor creixement econòmic va comportar que el preu del cru cedís el 10% al novembre. Aquesta tendència es va revertir al començament de desembre arran d'alguns senyals de possible flexibilització de la política sanitària a la Xina, a l'avantsala de l'inici de l'embargament de la UE al cru rus (vegeu el Focus «Europa i el propòsit de desvincular-se del petroli rus: un objectiu assolible a curt termini», a l'IM10/2022) i de la imposició d'un topall al preu del petroli rus per part del G7. En concret, la UE i el G7 van acordar no comprar petroli rus transportat per mar per damunt dels 60 dòlars per barril. La mesura va entrar en vigor el 5 de desembre, tot i que es dona una extensió fins al 19 de gener per als vaixells que hagin estat carregats abans. Per la seva banda, el preu del gas natural europeu va tornar a recular en la mitjana del novembre, afavorit pels elevats nivells d'inventaris acumulats per la UE i per una tardor relativament càlida. Així i tot, al final de novembre i començament de desembre, el preu del gas va començar a flexionar a l'alça arran del descens de la temperatura a Europa.

La millora del sentiment inversor afavoreix el *rally* de les borses. Per segon mes consecutiu, els principals índexs borsaris van mostrar un bon comportament i van reduir una part de les pèrdues acumulades durant l'any. En aquest sentit, hi va contribuir, a més dels factors comentats, la finalització de la campanya de resultats empresarials del 3T, que va presentar un saldo de beneficis superior al previst pel consens dels analistes. Els guanys també es van estendre als índexs dels països emergents, on l'MSCI Emerging Markets va assolir una revaloració pròxima al 15% al novembre. Una part d'aquest avanç va ser deguda a l'auge de les borses xineses, que es van beneficiar de les mesures adoptades pel Govern per donar suport al sector immobiliari i de les expectatives d'un enfocament menys estricte davant la COVID que afavoreixi la recuperació econòmica del gegant asiàtic.

Divises: tipus de canvi efectiu

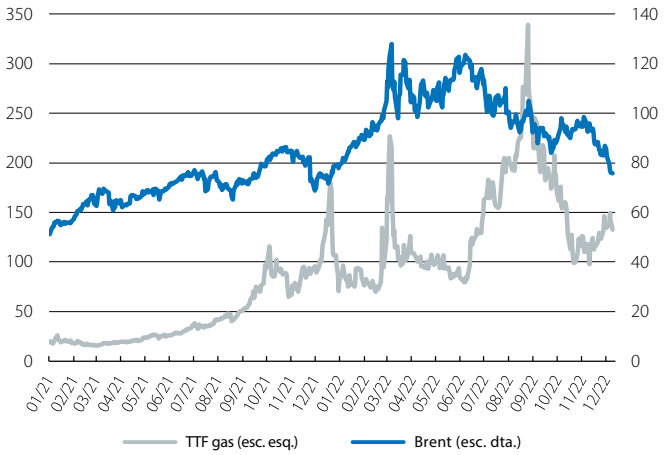
Índex (100 = gener 2022)



Nota: *Dades a 9 de desembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Preus del gas natural i del petroli

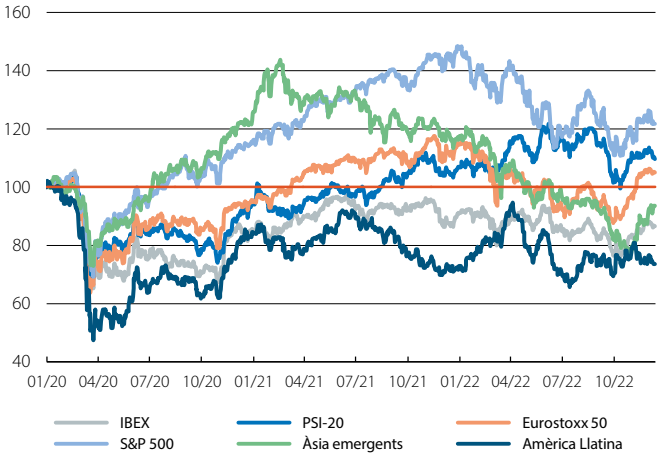
(Euros per MWh) *(Dòlars per barril)*



Nota: *Dades a 9 de desembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Principals borses internacionals

Índex (100 = gener 2020)



Nota: *Dades a 9 de desembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

L'impacte de l'encariment de les primeres matèries agrícoles als països emergents i amb ingressos baixos

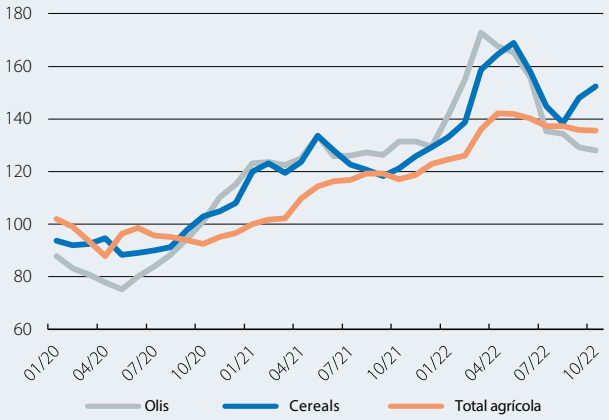
Després de romandre diversos anys estables, els preus internacionals dels aliments van assolir els nivells màxims a la primavera del 2022 amb l'inici de la guerra a Ucraïna. L'escalada es va iniciar en el 4T 2020 i es va intensificar el 2021 per l'encariment de l'energia, per les pertorbacions en les cadenes globals de subministraments després de la pandèmia i per successos meteorològics extrems que van reduir les collites. Amb posterioritat, entre el març i el maig d'enguany, amb la invasió d'Ucraïna, els preus es van enfilar fins a màxims històrics, a causa de l'alteració dels fluxos de les primeres matèries agrícoles de dos dels principals exportadors mundials de productes bàsics.[1] En l'actualitat, un cop transcorreguts gairebé 10 mesos des de l'inici de la guerra, gràcies al restabliment d'una gran part dels fluxos comercials a través de la mar Negra[2] i a la rebaixa dels temors sobre interrupcions en els subministraments d'aliments bàsics, els preus dels béns agrícoles, i en especial els dels cereals, han cedit des del pic assolit a la primavera (el blat, més del 40%, i el blat de moro, prop del 20%), tot i que encara es mantenen al voltant del 30% per damunt de la mitjana dels cinc últims anys.

No obstant això, la relativa millora dels preus internacionals dels béns agrícoles amb prou feines s'ha reflectit en les cistelles de preus de consum mundials. La principal raó és la depreciació de les divises de molts països en relació amb el dòlar, que es va intensificar amb la primera pujada dels tipus d'interès per part de la Fed i que ha derivat en un increment dels preus de les primeres matèries en moneda local en comparació amb el seu preu en dòlars nord-americans.[3] Per exemple, mentre que el preu del blat de moro va passar dels 650 als 789 dòlars, entre el febrer i el maig, el preu de la faneca en lires turques va pujar de 9.014 a 12.592 en el mateix període. Així mateix, aquest aspecte també permet explicar una part de la persistència de les pressions a l'alça dels preus domèstics dels aliments sobre les taxes d'inflació de cada país.

L'auge dels preus agrícoles no afecta per igual tots els països

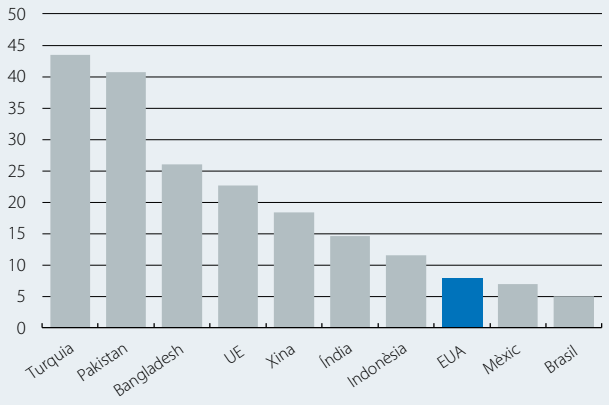
L'encariment dels aliments, unit al de l'energia, ha reduït el poder adquisitiu dels consumidors en els 12 últims mesos a nivell mundial. Però l'impacte no ha estat igual a tots els països. Segons l'FMI,[4] el pes dels aliments en la cistella de la compra és més gran als països amb ingressos baixos que als països amb ingressos alts. Mentre que, al primer grup, la despesa mitjana en aliments arriba al 44% de la renda disponible,[5] a les economies emergents, el percentatge ronda el 28% i, a les desenvolupades, baixa fins al 16%. Aquesta distribució tan desigual s'ha reflectit en el notable increment de les taxes d'inflació dels països amb menys ingressos i d'una part dels emergents, que, en la majoria dels

Primeres matèries agrícoles: preus
Índex (100 = gener 2010)



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

Blat: variació del preu en divisa local
(%)



Nota: *Percentatge de variació dels preus entre el febrer i el setembre del 2022.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial.*

1. Segons les dades de l'Organització de les Nacions Unides per a l'Alimentació i l'Agricultura (FAO), Rússia i Ucraïna representen una quarta part de les exportacions mundials de blat, una cinquena part de les d'ordi i blat de moro i més de la meitat de les d'oli de gira-sol i subministren al voltant d'una vuitena part de totes les calories que es comercialitzen al món.
2. La iniciativa sobre el transport de gra a través de la mar Negra (juliol del 2022) Black Sea Grain Initiative, signada entre les Nacions Unides, Rússia i Ucraïna, ha permès que, des de l'agost fins avui, Ucraïna hagi pogut exportar per via marítima més d'11 milions de tones de béns agrícoles.
3. Des de la dècada dels vuitanta, la negociació de la majoria de les primeres matèries als mercats internacionals es realitza en dòlars nord-americans.
4. Vegeu FMI (2022), «Fiscal Policy for mitigating the social impact of high energy and food prices» (juny).
5. Els països anomenats amb baixos ingressos (*low income countries*, LCI per les sigles en anglès), s'estenen a nivell mundial, encara que és a l'Àfrica subsahariana on es concentra el nombre més gran d'aquests països.

casos, assoleixen els dos dígits. A més a més, el suport dels governs per limitar l'efecte negatiu de l'increment dels preus sobre els ingressos reals també ha estat desigual. L'esforç fiscal realitzat pels països emergents i amb menys ingressos durant la pandèmia ha reduït de forma considerable el marge d'actuació de les polítiques fiscals. Així, des de l'inici d'enguany, al 44% d'aquestes economies s'han implantat mesures sobre els preus, en relació amb el 84% en el cas de les avançades.

El repunt dels preus dels aliments al grup de països menys afavorits no solament té efectes sobre la inflació, sinó que s'estén a més àmbits de l'economia i posa de manifest la seva vulnerabilitat a la volatilitat dels preus internacionals dels aliments. A nivell macroeconòmic, comporta un descens del ritme de creixement.[6,7] A més a més, com es va observar durant la crisi alimentària del 2008-2009, l'augment dels costos dels aliments sol coincidir amb episodis de feblesa canviària, aspecte que accentua l'enduriment de les condicions financeres domèstiques i que exacerba el dèficit comercial d'aquests països (el 75% dels països emergents i amb ingressos baixos són importadors nets de primeres matèries agrícoles). A nivell microeconòmic, l'encariment dels aliments redueix el poder adquisitiu de les famílies, genera més desigualtat social (pel que fa a la capacitat d'accés als aliments) i agreuja la pobresa.

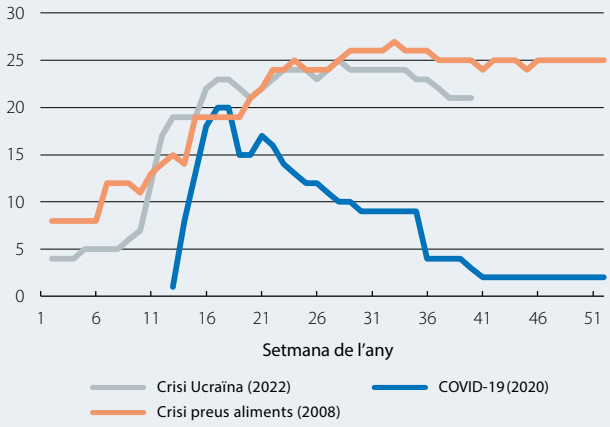
La seguretat alimentària: una qüestió rellevant

El Banc Mundial estima que els preus internacionals de les primeres matèries agrícoles baixaran, de mitjana, el 5% el 2023, arran del retorn gradual dels fluxos d'exportacions des d'Ucraïna i de la moderació de la demanda en el context de desacceleració del creixement de l'economia mundial, i s'estabiltzaran amb posterioritat el 2024. No obstant això, i malgrat aquesta dinàmica, s'espera que els preus dels principals cereals (blat, blat de moro i arròs) es mantinguin per damunt de la mitjana històrica, atès el descens de la producció global de gra entre el 2022 i el 2023, que podria ser del 2,3% (57 milions de tones mètriques) segons el Ministeri d'Agricultura dels EUA.

No obstant això, atesa l'elevada incertesa geopolítica i econòmica, hi ha riscos que poden propiciar nous repunts dels preus. A més de la guerra a Ucraïna, que podria arribar a comportar un descens de la producció agrícola d'Ucraïna de fins al 45% entre el 2022 i el 2023, destaquen la persistència de les pressions inflacionistes a nivell mundial, l'apreciació del tipus de canvi del dòlar, la continuïtat de l'alt cost de l'energia –no solament del cru i del gas natural, sinó també dels fertilitzants–, la diversificació cap a cultius

Comerç: països que prohibeixen les exportacions de béns agrícoles

Nombre de països



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

per a la generació de biocombustibles, les polítiques comercials restrictives d'alguns països exportadors per controlar els preus domèstics i els esdeveniments climatològics cada vegada més extrems, com La Niña.

Així mateix, l'encariment dels aliments, intensificat amb la guerra, ha contribuït a l'augment del risc de crisi alimentària en molts països emergents i amb ingressos baixos (en especial de l'Àfrica subsahariana, principals importadors de gra de Rússia i d'Ucraïna) i ha accelerat el procés d'inseguretat alimentària[8] en certes parts del món (liderades per l'Àfrica subsahariana, l'Europa de l'Est, l'Àsia Central i l'Amèrica Llatina). Aquest aspecte, a més de ser un greu problema humanitari,[9] pot frenar el creixement econòmic d'aquests països a mitjà termini.

Beatriz Villafranca

6. Vegeu Banc Mundial, «Commodity Markets Outlook. Food Price Shocks: Channels and Implications» (worldbank.org).
7. L'excepció a aquesta tendència s'observa als països exportadors nets de primeres matèries. Per exemple, el Brasil és un dels cinc exportadors nets més grans del món. Les exportacions de béns agrícoles representen el 37% del total de les seves exportacions i han crescut a un ritme del 9,4% anual durant les dues últimes dècades.
8. Segons la FAO, la inseguretat alimentària es produeix quan les persones no tenen accés regular i permanent als aliments amb prou quantitat i qualitat per sobreviure.
9. Estimacions del Food Security Information Network apunten al fet que, al setembre del 2022, més de 200 milions de persones al món es trobaven en situació d'inseguretat alimentària.

La *big data dependence* dels mercats i de la política monetària

El 2022, els bancs centrals han apujat els tipus d'interès de forma agressiva, com no s'observava des dels anys vuitanta. De manera més sigil·losa, una altra eina de política monetària ha exercit un impacte igualment virulent sobre els mercats financers: la comunicació. Només cal recular fins al 10 de novembre del 2022. En aquesta sessió, el tipus d'interès sobirà a 10 anys dels EUA es va enfonsar 30 p. b., la caiguda diària més gran des del 2009 i el segon descens més brusc dels 35 últims anys. La causa, una sorpresa aparentment inofensiva: la inflació de l'octubre als EUA, un elevat 7,9% interanual, va ser 2 dècimes inferior a l'esperada pel consens d'analistes. Aquestes 2 dècimes, per petites que semblin, van reverberar pels mercats financers internacionals.[1] I és que, a causa de la incertesa de l'entorn i d'una reorientació de les eines comunicatives dels bancs centrals, els inversors necessiten amb avidesa informació que els ajudi a intuir els pròxims passos de la política monetària.

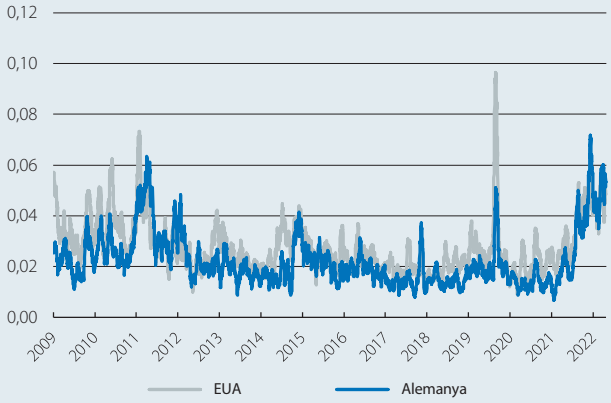
La comunicació de la política monetària: una eina en reorientació

Aquesta reorientació comunicativa ha viscut tres etapes. Al final del 2021, els bancs centrals encara donaven missatges raonablement explícits sobre l'evolució dels tipus d'interès, i ho feien tant a curt com a llarg termini. Al començament del 2022, pressionats per la persistència i per la intensitat del rebot de la inflació, van passar a ser explícits sobre la intenció d'apujar de forma agressiva els tipus d'interès en les reunions futures. I, en els últims mesos, l'explicitud s'ha tornat a reduir: els últims missatges continuen apuntant a més pujades de tipus, però destaquen la incertesa de l'entorn i defensen una presa de decisions més flexible.

Per exemple, al final del 2021, als EUA, la Fed deia que era apropiat mantenir una política monetària acomodatícia fins que el mercat laboral assolís la plena ocupació i la inflació superés de forma moderada el 2%, fins i tot si se situava més enllà d'aquesta cota durant un temps. A Europa, el BCE adoptava una estratègia similar: mantindria els tipus en mínims històrics fins que no es projectés una inflació del 2% de manera sostinguda (quelcom que, segons les expectatives de tipus al mercat, encara trigaria entre 1 i 2 anys a produir-se). El 2022, va canviar ràpidament de marxa, però els missatges sobre els tipus continuaven sent relativament explícits: la Fed va apujar tipus al març i va declarar que continuaria apujant-los en els següents mesos, mentre que el BCE va començar a emetre el mateix missatge entre el juny i el juliol. Així, hauran acabat el 2022 amb increments acumulats de més de 400 p. b. i 200 p. b., respectivament. Arribats a aquest punt, les dues entitats encara apunten a més pujades de tipus, però

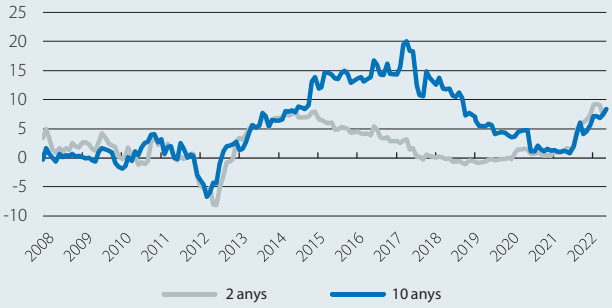
1. Va haver-hi un contagi elevat sobre els tipus d'interès d'altres països. Per exemple, a Alemanya, el tipus sobirà a 10 anys va caure més de 15 p. b., mentre que el tipus espanyol va recular 20 p. b. i l'italià es va enfonsar gairebé 30 p. b.

Variació diària del tipus d'interès a 10 anys
Mitjana mòbil de 30 dies (p. p.)



Nota: *Mitjana de la variació diària en valor absolut en finestres de 30 dies.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Alemanya: sensibilitat dels tipus sobirans a les sorpreses d'inflació domèstica *
(p. b.)



Nota: ** La sensibilitat correspon al coeficient ß estimat en finestres de 30 mesos a partir de la regressió $\Delta i_t = \alpha + ß(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, on Δi_t és la variació diària del tipus d'interès, π_t és la dada d'inflació observada, i π_t^e és la inflació esperada pel consens de Bloomberg.*
Font: *CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de Bloomberg.*

sense el pilot automàtic, amb decisions «reunió a reunió» i «segons l'evolució de les dades». Tot això comporta una menor previsibilitat, necessària perquè la política monetària respongui de manera àgil i adequada a l'evolució de l'escenari, però que incrementa la incertesa de l'entorn i ajuda a entendre l'increment de la volatilitat en els tipus d'interès de mercat (vegeu el primer gràfic).[2,3]

La sensibilitat dels mercats

La Fed i el BCE posen l'evolució de les dades i, molt especialment, el comportament de la inflació al capdavant de les pròximes decisions. Això explica la hipersensibilitat

2. Mesures relatives de volatilitat (és a dir, que tenen en compte el nivell de partida dels tipus d'interès) també s'han consolidat el 2022 en nivells superiors als de la pre-pandèmia (per exemple, el coeficient de variació del tipus nord-americà és el 90% superior a la mitjana del 2017-2019).
3. Una explicació complementària per a la major volatilitat dels tipus d'interès és la menor liquiditat que s'està vivint en diferents mercats de bons, com el de *treasuries*. Vegeu Michael Fleming i Claire Nelson, «How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?», Federal Reserve Bank of Nova York Liberty Street Economics, 15 de novembre del 2022.

dels mercats el passat 10 de novembre. Però aquesta sensibilitat no és una anècdota d'un dia: ha augmentat de forma sostinguda al llarg del 2022.

Com veiem al segon i al tercer gràfics, en els últims mesos, els tipus d'interès del deute a 2 i a 10 anys s'han tornat més reactius a les sorpreses d'inflació tant a Alemanya com, sobretot, als EUA.[4] Així mateix, com ho constata el quart gràfic, també ha augmentat la sensibilitat dels tipus d'interès d'Alemanya a les sorpreses de les dades d'inflació dels EUA, la qual cosa mostra el que sembla una major correlació entre el *treasury* nordamericà i el *bund* alemany.[5] Una conseqüència d'aquesta volatilitat dels tipus és que la inferència de les expectatives de mercat a partir de les cotitzacions financeres s'ha de fer amb cautela: més enllà de les expectatives sobre la política monetària, aquests tipus d'interès incorporen probablement primes de risc per la incertesa de l'entorn.

En una línia similar, a l'últim gràfic, podem veure també com, el 2022, la sensibilitat d'altres tipus d'actius ha estat molt diferent de la mitjana observada en altres períodes. És especialment marcat el canvi de la sensibilitat de la borsa nordamericana a les sorpreses de la inflació: no solament ha augmentat (en termes absoluts), sinó que ha canviat de signe. Una possible explicació és que, mentre que el 2016-2021, una inflació més elevada del que esperava el consens podria donar senyals d'una economia més dinàmica i, per tant, amb millors perspectives sobre els beneficis empresarials, en l'actualitat, aquesta sorpresa implica l'expectativa d'una política monetària més restrictiva, amb un impacte associat negatiu sobre el creixement i sobre la rendibilitat borsària.[6] D'altra banda, la sensibilitat negativa del tipus de canvi és coherent amb el fet que les sorpreses positives en la inflació provoquin una apreciació del dòlar davant l'expectativa de pujades de tipus als EUA.

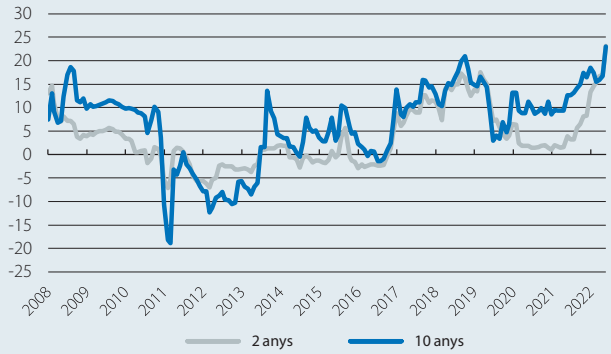
Finalment, és important destacar que les sorpreses en la dada d'inflació impacten sobre les expectatives d'inflació a curt termini (identificades, en aquest cas, amb l'*swap* de la inflació dels dos propers anys), mentre que, pel que sembla, no tenen efectes significatius sobre les expectatives a mitjà i a llarg termini (identificades amb l'*swap* de la inflació de 5 anys d'aquí a 5 anys). Això mostra que, malgrat l'excepcionalitat de l'escenari econòmic i financer i malgrat la inflació elevada, els bancs centrals estan sent capaços de mantenir la credibilitat i d'ancorar les expectatives d'inflació en nivells coherents amb l'objectiu del 2%.

Ricard Murillo i María Suárez Marañón

4. En aquests exercicis, la sensibilitat estimada correspon al coeficient β de la regressió $\Delta i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, on Δi_t indica la variació del tipus d'interès sobre el bo sobirà (dels EUA i d'Alemanya a 2 i a 10 anys) en el dia de publicació de la dada d'inflació, π_t és la inflació observada (*flash* en el cas d'Alemanya), i π_t^e és la inflació esperada pel consens de Bloomberg. Estimem la regressió amb les dades dels 30 mesos anteriors a t i mostrem el valor del paràmetre β al llarg del temps.
5. Una possible interpretació d'aquesta major correlació és que els mercats llegeixen els senyals dels EUA com pistes sobre el que pot succeir a Europa.
6. Pel que fa a les primes de risc sobiranes, el 2016-2021, se solien comprimir en resposta a una sorpresa positiva de la inflació, mentre que, el 2022, no s'observa una resposta significativa.

*EUA: sensibilitat dels tipus sobirans a les sorpreses d'inflació domèstica **

(p. b.)



Nota: ** La sensibilitat correspon al coeficient ß estimat en finestres de 30 mesos a partir de la regressió $\Delta i_t = \alpha + ß(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, on Δi_t és la variació diària del tipus d'interès, π_t és la dada d'inflació observada, i π_t^e és la inflació esperada pel consens de Bloomberg.*
Font: *CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de Bloomberg.*

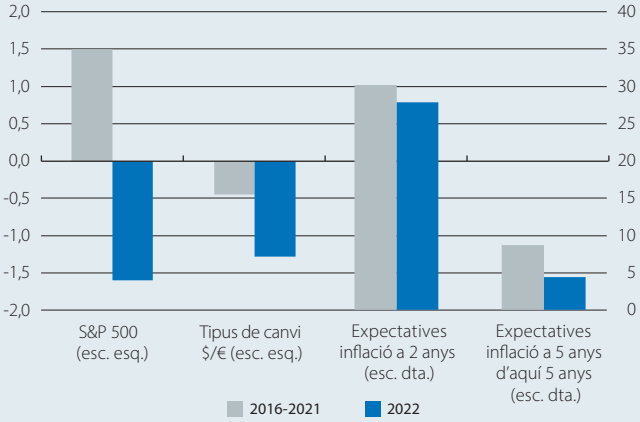
*Alemanya: sensibilitat dels tipus sobirans a les sorpreses d'inflació als EUA **

(p. b.)

Nota: ** La sensibilitat correspon al coeficient ß estimat en finestres de 30 mesos a partir de la regressió $\Delta i_t = \alpha + ß(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, on Δi_t és la variació diària del tipus d'interès, π_t és la dada d'inflació observada, i π_t^e és la inflació esperada pel consens de Bloomberg.*
Font: *CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de Bloomberg.*

*EUA: sensibilitat de les variables financeres a les sorpreses d'inflació domèstica **

(p. p.) *(p. b.)*



Nota: ** La sensibilitat correspon al coeficient ß estimat en finestres de 30 mesos a partir de la regressió $\Delta y_t = \alpha + ß(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, on Δy_t és la variació diària de la variable financera en qüestió, π_t és la dada d'inflació observada, i π_t^e és la inflació esperada pel consens de Bloomberg.*
Font: *CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès (%)

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,00	2,00	0	200,0	200,0
Euríbor 3 mesos	1,97	1,70	27	254,5	254,5
Euríbor 12 mesos	2,83	2,63	20	333,1	333,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,18	2,08	10	281,8	295,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,13	1,94	19	274,9	284,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,93	2,14	–21	210,7	227,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	2,95	3,23	–28	238,1	251,9
Deute públic a 10 anys (Portugal)	2,88	3,15	–27	241,2	252,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	4,00	3,25	75	375,0	375,0
Líbor 3 mesos	4,76	4,46	30	455,1	458,6
Líbor 12 mesos	5,55	5,45	11	497,0	509,5
Deute públic a 1 any	4,69	4,60	8	431,0	445,0
Deute públic a 2 anys	4,31	4,48	–17	357,8	375,9
Deute públic a 10 anys	3,61	4,05	–44	209,5	220,2

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

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2022 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	92	114	–22	43,6	35,2
Itraxx Financer Sènior	103	123	–20	48,0	37,4
Itraxx Financer Subordinat	185	220	–36	76,5	60,0

Tipus de canvi

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,041	0,988	5,3	–8,5	–8,1
EUR/JPY (iens per euro)	143,680	146,970	–2,2	9,8	12,5
EUR/GBP (lliures per euro)	0,863	0,862	0,1	2,6	1,2
USD/JPY (iens per dòlar)	138,070	148,710	–7,2	20,0	22,4

Primeres matèries

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	564,3	549,6	2,7	–2,4	–0,1
Brent ($/barril)	85,4	94,8	–9,9	9,8	24,0
Or ($/unça)	1.768,5	1.633,6	8,3	–3,3	–0,7

Renda variable

	30-novembre	31-octubre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2022 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.080,1	3.872,0	5,4	–14,4	–9,6
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.964,7	3.617,5	9,6	–7,8	–5,1
Ibex 35 (Espanya)	8.363,2	7.956,5	5,1	–4,0	–1,1
PSI 20 (Portugal)	5.862,7	5.718,3	2,5	5,3	7,1
Nikkei 225 (Japó)	27.969,0	27.587,5	1,4	–2,9	0,1
MSCI emergents	972,3	848,2	14,6	–21,1	–20,7

Estagflació o «permacrisi»?

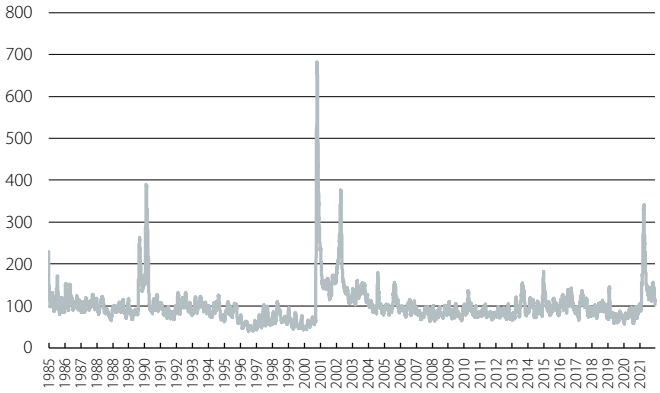
Xoc geopolític: un entorn de major risc a l'horitzó. En els últims mesos, s'han multiplicat els xocs pel costat de l'oferta i de la demanda, la qual cosa ha comportat un escenari econòmic amb més inflació i amb menys creixement del que anticipàvem uns trimestres enrere. A les herències de la pandèmia –colls d'ampolla, demanda embassada i un mercat laboral en recuperació–, s'han afegit la guerra d'Ucraïna, el xoc energètic resultant i les polítiques monetàries restrictives, amb els cicles de pujades de tipus d'interès més ràpids en dècades en economies com els EUA o la zona de l'euro. En aquest entorn, la paraula estagflació va tornar a entrar en el nostre lèxic. No obstant això, el que potser defineix més l'entorn actual és l'elevat grau d'incertesa i un context internacional on les tensions geopolítiques han tornat al centre de l'escenari. Des de l'inici d'enguany, l'índex de risc geopolític GPR ha arribat als 160 punts. Des del 1985, en mitjana anual, només entre el 2001 i el 2003, l'índex havia superat els 150 punts. Així, no és d'estranyar que el diccionari britànic Collins hagi decidit que «permacrisi» (període prolongat d'inestabilitat) sigui la paraula de l'any.

Xoc energètic: preus del gas persistentment alts. Un dels principals determinants de l'escenari actual és la crisi energètica. Al novembre, el preu mitjà del gas al comptat al principal índex de referència europeu (TTF) va disminuir fins als 118 €/MWh (el –15% en relació amb l'octubre), secundat per un nivell alt de reserves al conjunt de la UE, pròxim al 92% al final de novembre (en relació amb un rang mitjà del 82% per a aquest mateix període en els cinc últims anys), arran de l'elevat grau de substitució d'importacions i de la reducció del consum. Així i tot, aquest descens es va produir en un mes amb temperatures relativament càlides, i, en qualsevol cas, els preus encara són el 44% superiors als d'un any enrere i sis vegades més alts que la mitjana històrica (d'uns 20 €/MWh). A més a més, els contractes de futurs continuen apuntant a preus per damunt dels 100 €/MWh en els dos propers anys, la qual cosa suggereix que els elevats preus de l'energia continuaran condicionant l'activitat de les empreses i de les famílies.

Xoc inflacionista: el pic queda finalment enrere? Arran de la moderació dels preus de l'energia, la inflació general de la zona de l'euro es va situar en el 10,0% al novembre (en relació amb el 10,6% de l'octubre), el primer descens des de mitjan 2021. La inflació subjacent (sense energia i alimentació) es va mantenir estable, en el 5,0%. Als EUA, la trajectòria de moderació de la inflació es va mantenir a l'octubre (última dada disponible), amb una caiguda de la inflació general fins al 7,7% (en relació amb el 8,2% del setembre) i de la subjacent al 6,3% (en relació amb el 6,6% del setembre). Aquest refredament de la inflació pot donar suport a una moderació en el ritme de pujades dels tipus d'interès per part de la Fed i del BCE. Malgrat que és aviat per dictaminar que la inflació ha tocat sostre, i, probablement, hi haurà volatilitat en les dades, sí que es pot esperar una senda gradual de moderació al llarg del 2023. En concret, els propis efectes de base, la major estabilitat dels preus energètics, el relaxament dels colls d'ampolla, el refredament de l'activitat econòmica i uns efectes de segona ronda limitats haurien de permetre, en conjunt, la correcció dels desequilibris entre l'oferta i la demanda i, de retruc, haurien de donar suport a una reducció gradual de la inflació l'any vinent.

Global: índex de risc geopolític (GPR)

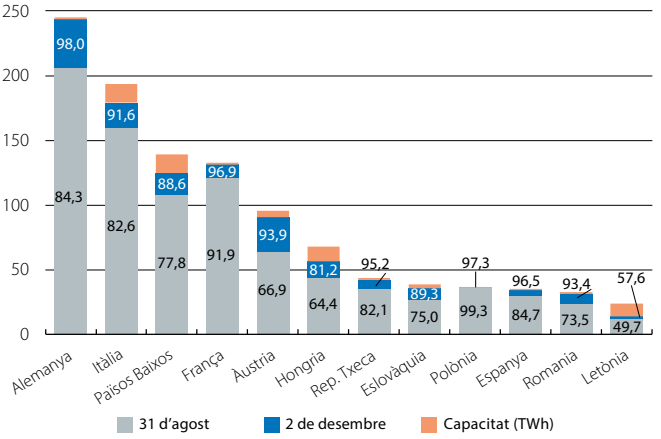
Nivell (100 = mitjana del període 1985-2019)



Nota: *Es mostra la mitjana mòbil de 30 dies. L'índex de risc geopolític es construeix a partir d'articles de diaris, mitjançant la cerca de paraules clau relacionades amb els riscos geopolítics. Un valor més elevat de l'índex assenyala un augment del risc geopolític.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk», American Economic Review, abril, 112 (4), pàgs. 1.194-1.225 (dades descarregades des d'https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm el 12 de desembre del 2022).*

Europa: reserves de gas

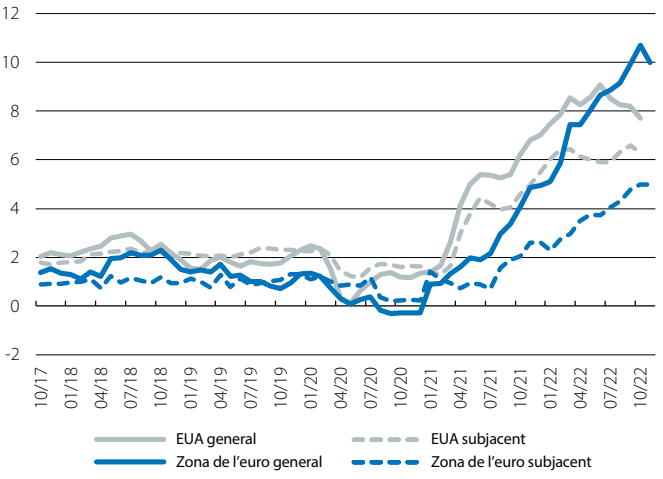
Nivell d'emmagatzematge (TWh i % de la capacitat total)



Nota: *Al gràfic s'afegeixen els percentatges als quals corresponen els 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.*

EUA i zona de l'euro: IPC

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.*

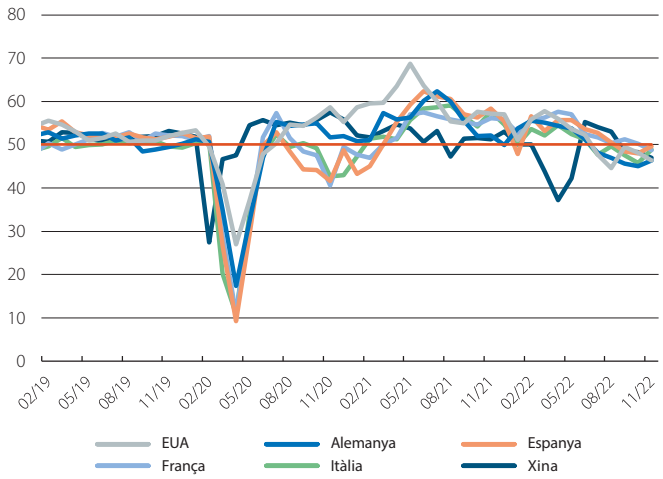
Xoc d'oferta: els riscos a la baixa s'han moderat. A la zona de l'euro, la dada del PMI compost (47,8 al novembre, en relació amb el 47,3 de l'octubre) va ser millor del que s'esperava, tot i que coherent amb una lleugera contracció del PIB en el 4T. La millora es va concentrar en les dades del PMI manufacturer (del 46,4 al 47,1 al novembre), una dinàmica que podria reflectir la normalització de les cadenes de subministrament. Per la seva banda, el PMI de serveis es va mantenir sense canvis, i també en zona de contracció (48,6 punts). La publicació de l'índex Ifo de confiança empresarial d'Alemanya al novembre subratlla aquest mateix missatge. Malgrat el lleuger repunt del novembre (dels 84,5 als 86,3 punts), les dades són coherents amb una caiguda de l'activitat. D'altra banda, als EUA, les dades també van mostrar senyals de refredament de l'activitat. En concret, l'ISM de manufactures es va situar, al novembre, per sota dels 50 punts per primera vegada des del maig del 2020, mentre que, al mercat laboral, el ritme de creació d'ocupació es va moderar fins als 263.000 llocs de treball, una xifra relativament elevada però inferior a la de l'octubre.

Xoc alimentari: economies emergents en situació de vulnerabilitat. Com ho apuntava recentment el Banc Mundial, la inflació dels preus alimentaris ha superat la inflació general al 90% dels 156 països amb dades disponibles. Les economies en desenvolupament i emergents es troben en una situació de particular vulnerabilitat, ja que al voltant del 90% presenten nivells d'inflació alimentària superiors al 5%. Malgrat la moderació recent dels preus, els riscos continuen sent elevats. El deteriorament de l'entorn geopolític, i la guerra d'Ucraïna en particular, és la preocupació número u. No obstant això, cal afegir l'entorn global d'inflació més elevada i de tipus d'interès més alts, la qual cosa crea pressions alcistes sobre els costos de l'alimentació, a causa d'uns majors costos de les primeres matèries, dels salaris i dels costos de capital. Així mateix, el Banc Mundial apunta que el percentatge de la població mundial en situació d'inseguretat alimentària continuarà augmentant i agreujarà tots els efectes adversos que això genera a llarg termini.

Successió de xocs a la Xina: les restriccions sanitàries continuaran llastant l'economia. A la Xina, l'activitat continua mostrant senyals de feblesa en el 4T. Mentre el país lluita per contenir el major rebrot de casos de COVID-19 des de l'inici de la pandèmia, al mateix temps que les autoritats es debaten amb la política de COVID zero, l'activitat emet forts senyals d'alentiment. El PMI compost oficial de la Xina va patir la cinquena caiguda consecutiva al novembre i es va situar en els 47,1 punts (en relació amb els 49,0 de l'octubre). A més a més, l'últim repunt de casos és el que presenta més riscos des de la primera onada, per la seva extensió geogràfica: més de 100 ciutats han reportat casos en els últims dies (en relació amb unes 50 a l'abril). El baix nivell de cobertura de les vacunes, juntament amb la falta de capacitat del sistema sanitari, no deixa preveure una reobertura sostinguda de l'economia xinesa en els propers mesos (vegeu el Focus «Els símptomes de la Xina: més que COVID», en aquest mateix informe). Malgrat que han emergit senyals d'un esforç concertat per flexibilitzar la política sanitària, encara queda un llarg camí per recórrer. La baixa immunitat de la població és un gran condicionant per a la reobertura sostinguda de l'economia, i és probable que calgui mantenir restriccions relativament elevades per contenir la pressió en el sistema sanitari a curt termini. Així mateix, l'experiència de reobertura en altres països asiàtics demostra que els índexs de mobilitat triguen més de sis mesos a normalitzar-se.

Global: PMI compost

Nivell



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

Global: inflació dels preus dels aliments

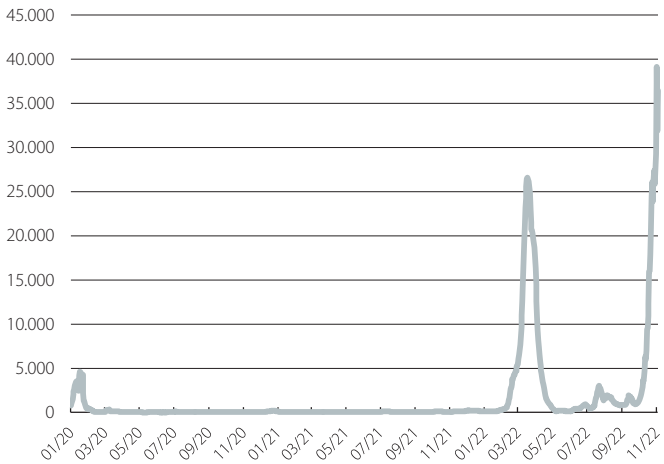
Variació interanual (%)

País	Inflació nominal de l'alimentació	País	Inflació real de l'alimentació
Zimbàbue	321%	Zimbàbue	52%
Líban	208%	Líban	46%
Veneçuela	158%	Iran	32%
Turquia	99%	Sri Lanka	20%
Argentina	87%	Ruanda	17%
Sri Lanka	86%	Hongria	15%
Iran	84%	Colòmbia	15%
Ruanda	41%	Uganda	15%
Surinam	40%	Turquia	13%
Laos	39%	Macedònia del Nord	13%

Notes: *Es mostra el* top *10 de països amb la inflació (real i nominal) de preus d'aliments més alta. La inflació real dels preus dels aliments es calcula com la inflació d'aliments menys la inflació general.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'últim informe de seguretat alimentària del Banc Mundial (novembre del 2022).*

Xina: nous casos confirmats de COVID-19

Casos diaris (mitjana de 7 dies)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Universitat John Hopkins, via Our World in Data.*

Els símptomes de la Xina: més que COVID

La Xina s'enfronta a un entorn econòmic particularment reptador. A la combinació d'una crisi immobiliària i de l'alentiment de la demanda global, dos motors importants del creixement xinès en les últimes dècades, s'afegeix una tercera força: la política de COVID zero, el potencial distorsionador de la qual s'ha reafirmat en els dos últims anys. La resposta de les autoritats als nous brots de la pandèmia continua comportant confinaments recurrents en algunes de les ciutats més grans de la Xina, tancaments de comerços i un augment de la precaució entre els consumidors xinesos, la qual cosa incrementa la volatilitat de l'entorn econòmic. Arran d'aquestes tres forces, s'espera que el creixement de l'economia xinesa se situï enguany prop del 3%, el ritme més baix en gairebé mig segle (amb l'excepció del 2020, quan el gegant asiàtic va créixer el 2,2%). A mitjà termini, sembla que el creixement econòmic també està destinat a alentir-se. El XXè Congrés del Partit Comunista de la Xina ha aclarit alguns aspectes de la «caixa negra» de la política xinesa i de les principals prioritats per al proper quinquenni.

Símptoma 1: COVID zero o dolors de creixement?

La prorrogació indefinida de la política de COVID zero a la Xina es pot entendre com el resultat de tres factors principals: la capacitat més limitada del sistema sanitari per afrontar una possible onada de contagis després de la reobertura de l'economia, la baixa taxa de vacunació efectiva i la narrativa política, que, al llarg d'aquest període, ha subratllat repetidament l'èxit de l'estratègia xinesa a l'hora d'evitar els elevats graus de mortalitat observats en altres països.[1] Així, a curt termini, la variable que podria comportar una suavització sostinguda de la política de COVID zero és l'avanç de la vacunació, tenint en compte, a més a més, el reforç del discurs oficial a favor de les actuals polítiques sanitàries.

Fins a la primera meitat del mes de novembre, el 57% de la població xinesa havia rebut tres dosis, en relació amb una cobertura amb dues dosis del 73% de la població a la UE i del 69% als EUA.[2] A més a més, entre la població més gran (més de 80 anys), s'estima que aquesta xifra se situa en el 40%, molt per sota del llindar que va permetre la reobertura sostinguda de l'economia en altres països asiàtics (tots amb taxes de vacunació superiors al 90% entre la població més gran en el moment de la reobertura). Finalment, el ritme de vacunació dona senyals d'haver-se estancat en els últims mesos (el 0,01% de vacunes administrades al dia, en percentatge de la població total, en relació amb una mitjana pròxima al 0,5% a l'hivern del 2021). En suma, més enllà dels ajustos periòdics a la política de COVID zero, cal esperar que aquest factor continuï llastant de manera significativa l'economia xinesa al llarg del 2023, sigui per la necessitat de confinaments «forçosos» en cas de reobertura (per evitar un excés de pressió sobre el sistema sanitari) o pel manteniment de l'estratègia d'eliminació del virus.

Comparativa d'indicadors econòmics

	Xina		Japó	Corea del Sud	EUA	Zona de l'euro	BRICS	ASEAN
	2000-2009	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019
PIB *per capita* (PPA, dòlars internacionals)	5.163	14.554	41.468	40.896	60.489	45.311	11.565	11.775
Creixement del PIB (mitjana anual, %)	10,4	6,7	0,9	2,8	2,4	1,7	5,8	5,6
Índex de Gini	42,0	38,6	32,9	31,4	41,3	33,3	38,0	38,6
Sol·licituds de patents (per 1.000 habitants)	0,1	0,9	2,0	3,2	0,9	0,3	0,4	0,0
Consum total (% del PIB)	55,8	55,0	74,5	63,9	81,8	76,1	64,6	71,0
Consum públic final (% del PIB)	15,3	16,4	19,6	15,8	14,1	20,4	14,3	11,7
Ingressos tributaris (% del PIB)	16,9	17,7	30,6	24,8	25,9	40,2	10,5	14,2
Despesa corrent en salut (% del PIB)	4,2	5,1	10,7	7,3	16,7	10,3	4,7	3,8
Despesa privada en salut (% de la despesa corrent)	66,9	42,5	16,0	41,8	49,2	25,2	55,0	53,6
Despesa privada directa en salut (% de la despesa corrent)	56,2	35,6	12,9	32,4	11,5	16,2	44,3	41,3
Llits d'hospital (per cada 1.000 persones)	1,9	4,0	13,1	12,1	2,8	5,5	2,5	1,1
Metges (per cada 1.000 persones)	1,2	1,9	2,4	2,3	2,6	5,6	1,5	0,6

Notes: *Per als BRICS (el Brasil, Rússia, l'Índia, la Xina i Sud-àfrica), els països ASEAN (Brunei, Cambodja, Filipines, Indonèsia, Laos, Malàisia, Myanmar, Singapur, Tailàndia i Vietnam) i zona de l'euro (Alemanya, Espanya, França i Itàlia), s'utilitzen les mitjanes ponderades per la població de cada país. Per a tots els països, s'utilitza la mitjana del període 2015-2019 o l'última dada disponible fins al 2019 en el moment de l'elaboració de l'exercici. L'índex de Gini és una mesura de desigualtat i pot prendre valors entre 0 i 100. Xifres més elevades reflecteixen nivells de desigualtat més alts, i viceversa. El consum total és la suma del consum final de les llars (consum privat) i del consum públic final.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i de l'OCDE (Global Revenue Statistics Database).*

1. Les xifres oficials de mortalitat per COVID-19 a la Xina mostren una taxa de mortalitat acumulada de 0,4 persones per cada 100.000 habitants, una de les més baixes del món (per exemple, 37,6 al Japó, 257,8 a la UE, 316,3 als EUA i 31,6 al conjunt d'Àsia). En comparar les estimacions de mortalitat excessiva al llarg del període, la Xina encara se situaria en una posició de «lideratge», tot i que una mica menys reforçada: entre 3 i 190 morts excessives per cada 100.000 habitants a la Xina, en relació amb 81-99 al Japó, 330-340 a la UE, 370-410 als EUA i 160-380 al continent asiàtic. Vegeu *The Economist* (2022), «The pandemic's true death toll» (data de consulta: 31 d'octubre del 2022).
2. Es considera que la tecnologia utilitzada en les vacunes administrades a la Xina té menys eficàcia, de manera que s'estima que són necessàries tres dosis d'aquestes vacunes per assolir el grau de protecció equivalent a dues dosis de les vacunes d'ANRm utilitzades de forma predominant a la UE i als EUA.

L'actual política sanitària de la Xina s'ha d'emmarcar en un context més ampli. Malgrat que la Xina ha estat el motor del creixement global al llarg de les dues últimes dècades, som davant un país de renda mitjana, amb un PIB *per capita* pròxim a un terç de la mitjana de la zona de l'euro (en paritat de poder adquisitiu) i a un quart del nivell dels EUA (vegeu la taula). En aquest context, tot i que la despesa en salut ha anat augmentant al llarg dels últims anys, se situa encara substancialment per sota de països més desenvolupats, i les infraestructures sanitàries bàsiques (mesurades en termes de llits d'hospital o de metges per pacient) són igualment més limitades, malgrat que amb millors índexs que altres països emergents, com la resta dels BRICS o el grup ASEAN.

En concret, els EUA apareixen al capdavant en despesa corrent en salut, tot i que gairebé el 50% és despesa privada, i aquesta elevada despesa reflecteix també els elevats costos amb els quals opera el sistema sanitari en aquest país (la despesa privada recull la despesa directa de les famílies en productes o en serveis de salut, la de les asseguradores privades o la del sector social). Als països de la zona de l'euro o al Japó, la despesa en salut ronda el 10% del PIB i la despesa privada representa menys del 25% de la despesa total. En canvi, a la Xina, no solament la despesa total en salut és inferior, sinó que el 40% és privada, i una fracció significativa respon a despeses directes de les famílies (el 35% de la despesa total en salut). En conjunt, aquestes dades apunten a un sistema sanitari en fase de desenvolupament, amb una fracció significativa de la població amb accés limitat a la cura de la salut.

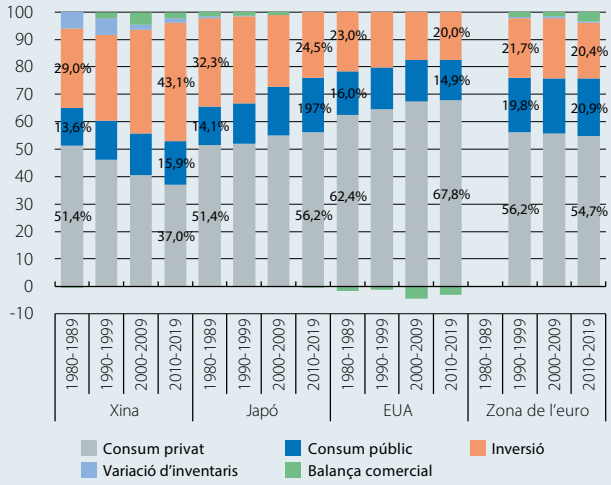
Símptoma 2: baix consum privat o falta d'una xarxa de protecció social?

El baix nivell de despesa pública en salut es relaciona també amb l'abast limitat de l'estat del benestar xinès. El pes de l'Estat en l'economia, mesurat pels ingressos tributaris en percentatge del PIB, és inferior al 20% (en relació amb més del 30% al conjunt de l'OCDE), la qual cosa deixa una elevada fracció de la població sense una xarxa de protecció social, que inclou la cura de la salut i les prestacions socials, els subsidis per atur o les pensions.[3] Aquest factor també és clau per explicar la persistent alta taxa d'estalvi al país, pròxima al 45%.

De la mateixa manera, la Xina té un dels nivells de consum més baixos del món (el 55% del PIB, menys del 40% del qual és consum privat)[4] i un nivell elevat d'inversió (vegeu el gràfic). Tot i que aquests factors han explicat el ràpid creixement de l'economia en les últimes dècades, ara llasten el dinamisme de l'activitat, un cop esgotat l'impuls

PIB per components

Pes relatiu (%)



Nota: *En la descomposició del PIB per components, es considera una perspectiva de despesa (o de demanda), on el càlcul del PIB d'un país resulta de la suma dels components de consum privat, consum públic, inversió, balança comercial i variació d'inventaris.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

associat al procés d'acumulació de capital i de convergència amb les economies avançades.[5]

Els símptomes actuals de la Xina van, així, més enllà de la política de COVID zero, resultat de desequilibris més profunds del seu model de desenvolupament econòmic. L'experiència demostra que no hi ha una «vacuna» per defugir el famós parany de la renda mitjana.[6] En el recent Congrés del Partit Comunista de la Xina, el president Xi va reafirmar els seus objectius de «prosperitat compartida» i de transformar la Xina en «un país desenvolupat de nivell mitjà» en els 15 propers anys. No obstant això, l'enfocament creixent en qüestions de seguretat i d'autosuficiència comporta més riscos per al potencial de creixement a llarg termini, als quals s'afegeixen el repte demogràfic i el risc de fragmentació econòmica global. La salut de l'economia xinesa a llarg termini dependrà de la qualitat del tractament que pugui rebre i del seu èxit a l'hora de reequilibrar el model de creixement i d'induir una transició cap a activitats amb més valor afegit.

Luís Pinheiro de Matos

3. A més a més, el sistema de registre de ciutadans estableix una divisió clara de drets entre la població rural i la urbana. La concessió de l'estatus *hukou* determina l'accés a una àmplia gamma de beneficis i de serveis socials en zones urbanes, com l'atenció mèdica i l'educació pública, el sistema de pensions i l'elegibilitat per rebre préstecs bancaris.
4. En països emergents, de mitjana, el consum total representa el 65% del PIB. A les economies avançades, el consum representa el 75% o més del PIB. En general, entre el 50% i el 60% del PIB correspon al consum privat.
5. Al seu torn, la limitada mobilitat internacional del capital al país i un sistema financer menys desenvolupat han comportat una baixa taxa de rendibilitat mitjana de la inversió i han contribuït a la bombolla immobiliària actual (utilitzant el mercat immobiliari com a borsa d'estalvi).
6. El parany de la renda mitjana fa referència a una situació en què un país en procés de convergència econòmica no pot competir internacionalment en la producció de béns més intensius en mà d'obra, però tampoc pot competir en activitats amb més valor afegit, perquè encara és lluny de la frontera tecnològica i té nivells relativament baixos de productivitat.

Canvis al Congrés dels EUA, un enroc fins a les presidencials?

En les eleccions de mig mandat (*midterms*) del passat 8 de novembre, s'anticipava una gran onada vermella, amb la qual el partit republicà esperava poder controlar la Cambra de Representants (*House*) i el Senat i obtenir, així, el control total del Congrés. L'elevada inflació, les perspectives econòmiques no especialment esperançadores de cara al 2023 i la baixa taxa d'aprovació de Joe Biden (en el 37%, en relació amb el 55% de l'inici del 2021) van omplir d'optimisme el partit republicà. No obstant això, el resultat final de les votacions va desembocar en un escenari una mica diferent del que esperaven al «Gran Vell Partit» (GOP, per les sigles en anglès).

A la Cambra de Representants, on es votava pel 100% dels escons, els republicans van obtenir el control de la Cambra, tot i que per un marge més estret de l'estimat a les enquestes. No obstant això, al Senat, on es renovaven 35 dels 100 escons, els demòcrates van aconseguir arrabassar el vot de Pennsilvània als Republicans i consolidar així la majoria a la Cambra Alta amb 51 dels 100 seients (assumint que els dos membres independents elegits a Vermont i a Maine es continuen inclinant pel vot demòcrata, més el vot de desempat de la presidenta de la cambra, Kamala Harris).

L'Administració Biden podria tenir dificultats per aprovar noves lleis i plans fiscals

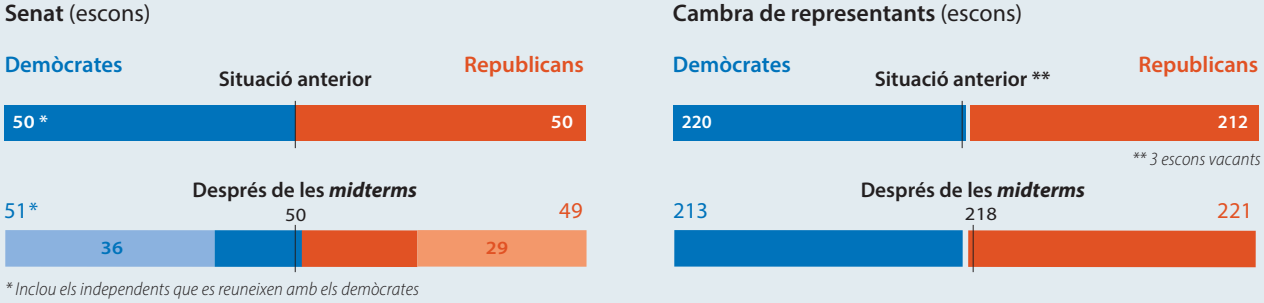
Amb un Congrés dividit, i en un entorn polític molt polaritzat, sembla difícil que el Govern de Joe Biden pugui tirar endavant propostes allunyades del centre de l'espectre polític. I no solament això, sinó que pot haver-hi dificultats per avançar en mesures bàsiques, com, per exemple, l'augment del sostre de deute, la quantitat límit per damunt de la qual el Tresor del país no pot emetre nou deute per finançar el Govern federal, possiblement vinculant en el 3T 2023. Si s'arriba a aquesta xifra sense que el Congrés incrementi el sostre o sense que se suspengui l'obligatorietat de compliment, l'Administració es veurà obligada a tancar les portes (*shutdown*). No seria la primera vegada, i l'experiència de l'últim tancament, entre el desembre del 2018 i el gener del 2019, suggereix que tindria un evident impacte negatiu sobre el creixement econòmic i unes reverberacions financeres gens desitjables en aquests moments delicats als mercats financers.[1] No obstant això, les experiències anteriors també mostren que, als dos partits, s'acaba imposant una voluntat d'evitar aquestes conseqüències i que la situació es desbloqueja quan s'obté un augment del sostre de deute a canvi de concessions en altres aspectes. Així mateix, si l'economia nord-americana entrés en recessió, possibilitat que no entra al nostre escenari central, caldria esperar que els dos partits assolissin acords, tot i que fossin de mínims, per atenuar l'impacte advers sobre les llars i, de pas, per guardar la roba de cara a les eleccions presidencials del novembre del 2024.

Altres aspectes que es poden ressentir d'aquesta divisió de les cambres són la nominació presidencial de càrrecs públics i la supervisió del poder executiu del president. Sobre el primer aspecte, el control demòcrata del Senat segurament facilitarà el treball de les nominacions presidencials que s'han de realitzar en els propers anys, especialment rellevants en l'àmbit judicial. D'altra banda, el control republicà de la Cambra de Representants, tot i que no permetrà al GOP introduir noves lleis, podrà ser utilitzat per fiscalitzar més l'Administració Biden. Malgrat que no s'espera que aquesta supervisió paralitzi el que ja s'hagi aprovat a les cambres, sí que podria alentir els processos, quelcom que hauria de tenir un impacte més cosmètic que substancial.

Malgrat l'absència de grans plans d'ara endavant, la legislatura de Biden haurà estat activa en un context d'inflació i de deute públic elevats

En els gairebé dos anys que porta a la Casa Blanca, el president Joe Biden ha estat actiu en la posada en marxa de

***EUA: resultat de les* midterms**



* Inclou els independents que es reuneixen amb els demòcrates

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

1. Segons les estimacions del Congressional Budget Office, el PIB del 4T 2018 i el del 1T 2019 van ser el 0,1% i el 0,2% inferiors als que s'haurien donat sense el *shutdown* del Govern.

plans fiscals i d'estímul, tot i que el control demòcrata de les dues cambres no va garantir un camí pla per aprovar-los, de manera que un congrés dividit és un canvi més gradual que disruptiu en relació amb la situació anterior. Entre els plans més destacats, hi ha l'*American Rescue Plan*, aprovat en el 1T 2021, amb el qual es van destinar 1,9 bilions de dòlars (la majoria desemborsats el 2021) a ajudes per esmorteir l'impacte que la pandèmia encara tenia sobre moltes llars. La majoria de mesures incloses en aquest paquet eren de despesa directa, com els xecs d'estímul per a les llars vulnerables o l'augment de les ajudes per atur. La posada en marxa d'aquest programa, però, va ser font de moltes crítiques pel seu potencial impacte inflacionista.[2]

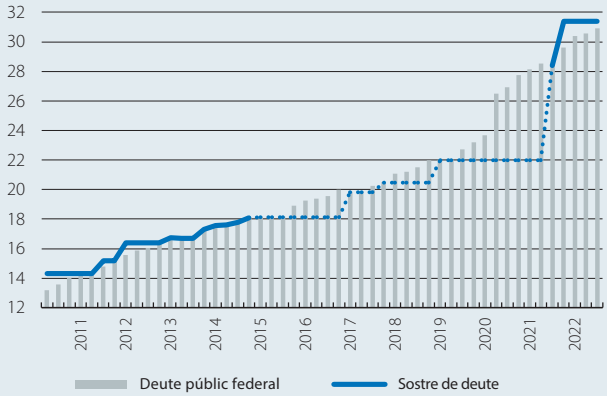
Un altre programa rellevant presentat per Joe Biden, i aprovat al novembre del 2021, va ser l'*Infrastructure Investment and Jobs Act,* dotat amb 1,2 bilions de dòlars, que s'han de desemborsar durant els cinc anys següents en projectes per millorar les infraestructures clàssiques (com les carreteres, els ponts o la xarxa de ferrocarrils), el transport públic i la connexió a internet, amb consideracions mediambientals en la majoria de les inversions. D'aquests 1,2 bilions, però, només una mica menys de la meitat representen nova despesa, perquè la resta es finançarà mitjançant l'ús d'altres programes d'infraestructures ja existents. Després d'un any de vigència del programa, segons les dades de la Casa Blanca, s'han desemborsat ja 185.000 milions de dòlars.

Finalment, l'Administració Biden va voler presentar un pla molt ambiciós per lluitar contra el canvi climàtic. Sota el nom de *Build Back Better*, no va aconseguir el suport al Congrés, però, mig any més tard, a l'agost del 2022, sota el nom d'*Inflation Reduction Act*, sí. A més del nom, una diferència clau entre els dos plans és que el primer implicava un augment del dèficit públic per finançar les inversions, mentre que el segon incorpora estalvis fiscals i mesures recaptatòries (com la imposició d'un tipus mínim del 15% en l'impost de societats). Així, les inversions en seguretat energètica i les ajudes per frenar el canvi climàtic (com crèdits fiscals per finançar la inversió en energies netes) són menors que els estalvis fiscals i l'augment de la recaptació sota aquest pla. En total, l'Administració Biden espera invertir, en els 10 propers anys, 433.000 milions de dòlars i recaptar-ne uns 739.000, la qual cosa comportaria un estalvi de més de 300.000 milions de dòlars en el dèficit públic al llarg de la següent dècada. Així i tot, els desemborsaments pendents de tots aquests

2. En aquell moment, previ a l'esclat de la guerra a Ucraïna, la inflació general i la subjacent es trobaven en l'1,7% i en l'1,3%, respectivament, però el PIB acabava d'assolir el nivell previ a la pandèmia. Malgrat que la inflació elevada observada de llavors ençà es pot atribuir a múltiples factors (com el xoc energètic global, els colls d'ampolla potenciats per la política de COVID zero a la Xina o una política monetària molt acomodatícia durant tot el 2021), les ajudes fiscals directes sens dubte van exercir un paper.

EUA: deute públic i sostre de deute

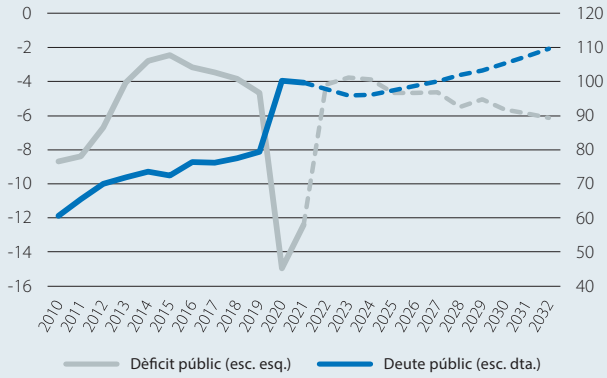
(Bilions de dòlars)



Nota: *La línia discontínua mostra períodes en què el sostre de deute ha estat suspès.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'US Treasury.*

EUA: deute i dèficit públics

(% del PIB)



Nota: *Amb la línia discontínua mostrem les previsions més recents del Congressional Budget Office.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Congressional Budget Office.*

plans podrien estar subjectes a modificacions en el marc d'un Congrés dividit[3] i amb negociacions, per exemple, sobre el sostre de deute.

I és que reduir el dèficit públic no serà positiu només per ajudar a moderar les pressions inflacionistes, sinó que ajudarà a assolir unes finances públiques més sostenibles. Com es pot observar a l'últim gràfic, els EUA mantenen estructuralment un dèficit públic que fa que la seva ràtio de deute sobre el PIB augmenti any rere any. Així, segons les estimacions del Congressional Budget Office, és molt probable que, en la dècada següent, aquesta ràtio continuï augmentant, i, en un entorn de tipus d'interès més elevats, el cost per als ciutadans nord-americans serà major.

Ricard Murillo Gili

3. Aquestes ajudes han aixecat algunes suspicàcies a Europa, en entendre els líders de la regió que es pot estar subvencionant la indústria dels EUA i perjudicant les exportacions europees.

La UE, a la recerca de les regles fiscals perdudes

Fa 30 anys, els països que van fundar la UE es van comprometre a restringir i a coordinar les polítiques fiscals amb un conjunt de regles comunes, més conegudes pels límits de deute i de dèficit del 60% i del 3% del PIB. L'objectiu era evitar externalitats negatives entre els comptes públics dels diferents estats i els consegüents riscos d'inestabilitat financera.[1] Aquestes raons continuen sent vàlides avui dia, però les regles han quedat desfasades després d'una crisi financera global, d'una crisi del deute sobirà a Europa i d'una pandèmia.[2] De fet, malgrat que han estat ajustades al llarg d'aquests anys,[3] finalment les regles van haver de ser formalment suspeses al març del 2020.

La reforma que proposa la Comissió Europea

En aquest context, al novembre passat, la Comissió Europea va presentar una proposta per reformar les regles fiscals de cara a la seva reimplementació el 2024. La proposta no modifica els objectius de deute i de dèficit del 60% i del 3% (estan inclosos als tractats de la UE i és poc factible canviar-los), sinó que els fixa com a referències a mitjà termini i se centra en reformar el sistema per conduir-nos cap a aquests objectius. En concret, la Comissió posaria al centre del sistema uns «plans fiscals estructurals», elaborats a nivell nacional i que girarien sobre tres grans eixos: (i) prioritats d'inversió, (ii) reformes estructurals i (iii) una senda fiscal. Serien aquestes tres potes, preses en conjunt, les que servirien de base per avaluar i per assegurar la sostenibilitat del deute de cada Estat.

Més detalladament, cada Govern nacional elaboraria el seu «pla fiscal estructural» amb un horitzó de quatre anys. La Comissió avaluaria el pla i el comentaria amb el país en qüestió, per, finalment, rebre la validació del Consell Europeu. La senda fiscal que guiaria l'evolució dels comptes públics estaria definida per una regla de despesa primària neta,[4] que s'ajustaria a la casuística de cada Estat i a l'anàlisi de la sostenibilitat del seu deute. Un cop posats en marxa, es faria el seguiment i l'avaluació dels plans, tant per part de la Comissió com de l'autoritat fiscal independent de cada país. A més a més, arran d'aquesta aproximació personalitzada, faltaria concretar un marc comú, amb un conjunt de regles clares i de criteris transparents, que guiessin l'avaluació dels comptes públics de cada país.

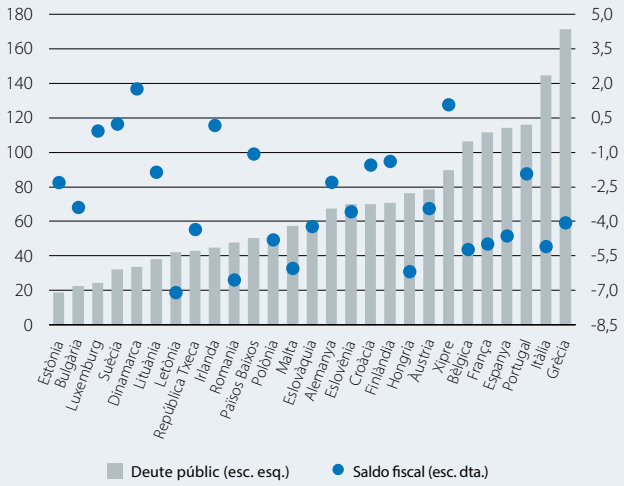
Finalment, la Comissió Europea proposa mantenir el sistema de «procediments de dèficit excessiu» (EDP, per les sigles en anglès) per infraccions de la referència del 3% del dèficit i ampliar el rang de sancions davant els incompliments (atenuant el mal pecuniari, perquè la implementació sigui més creïble, però accentuant el mal reputacional). En cas d'esdeveniments econòmics extraordinaris, també es contempla l'activació de clàusules d'escapament per congelar les regles (a nivell europeu i de país).

Elements de valoració i pròxims passos

En primer lloc, la Comissió es distancia de la uniformitat de les regles actuals per afavorir una aproximació personalitzada a la sostenibilitat del deute de cada país, una visió

UE-27: estat dels comptes públics el 2022

(% del PIB) *(% del PIB)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, tardor del 2022).*

1. La formació de la UE va augmentar el grau de «substituïbilitat» entre els bons sobirans dels diferents països. D'aquesta manera, els beneficis (costos) d'una política fiscal bona (dolenta) a nivell nacional repercutirien sobre la resta de països. Per exemple, un país malbaratador afrontaria uns tipus d'interès més baixos dels que patiria fora de la UE, però provocaria uns tipus d'interès més alts a la resta de països.
2. Entre d'altres, les regles: (i) no han aconseguit prevenir el deteriorament dels comptes públics que perseguien evitar, (ii) indueixen una política fiscal massa procíclica i que penalitza la inversió, i (iii) són massa complexes i basades en variables no observables (per exemple, l'*output gap* o el saldo estructural). Vegeu els Focus «Cap a una reforma de les regles fiscals europees?», a l'IM03/2020, i «Regles fiscals europees: a baix el 60%?», a l'IM03/2021.
3. Vegeu el Dossier «La UE el 2022: donant voltes a la reforma de les regles fiscals», a l'IM12/2021. Per exemple, es va introduir un objectiu de «saldo estructural en equilibri» (MTO, per les sigles en anglès), que la reforma del Pacte d'Estabilitat i Creixement del 2005 demanava mantenir al llarg del cicle econòmic per disposar de marge en temps recessius, i la «regla de l'1/20» de reducció del deute, introduïda al *Six Pack* del 2011 i que exigeix als països eliminar anualment una vintena part de l'excés de deute per damunt del 60%. En el cas d'un país que avui tingui una ràtio de deute del 160%, això requeriria superàvits primaris superiors al 3% en els 20 propers anys.
4. És a dir, despesa neta de mesures d'ingressos discrecionals, pagaments d'interessos i desemborsaments relacionats amb les fluctuacions cícliques de l'atur, de manera que la regla no interferiria en el funcionament dels estabilitzadors automàtics.

Proposta de la Comissió Europea per reformar les regles fiscals de la UE

Punt de partida	Les regles actuals (dèficit del 3%, deute del 60%, velocitat de correcció del deute de l'1/20) estan suspeses fins al final del 2023.
Referències a mitjà termini	Dèficit < 3% del PIB. Deute < 60% del PIB.
Com assolir les referències	Plans fiscals estructurals a nivell nacional basats en: • Plans d'inversió. • Reformes estructurals. • Senda fiscal.
Plans fiscals estructurals	• Senda fiscal basada en una regla de despesa primària neta. • Horitzó de 4 anys per canalitzar el deute en una senda de convergència i el dèficit < 3% (+3 anys addicionals condicionats a reformes). • Negociació bilateral amb la Comissió Europea i aprovació posterior del Consell Europeu. • Monitoratge per part de les Autoritats Independents de Responsabilitat Fiscal nacionals i de la Comissió Europea.

Font: *CaixaBank Research, a partir de la comunicació del 09/11/2022 de la Comissió Europea.*

que s'adapta molt millor a la conjuntura actual i, en concret, a la disparitat de realitats que viuen els comptes públics de la UE (vegeu el gràfic).

És més, la Comissió presenta una concepció més àmplia de la sostenibilitat del deute, perquè fa explícit que també depèn de la inversió i de les reformes (és a dir, de la capacitat de creixement de l'economia i de la seva resiliència). En aquest sentit, les noves regles ajudarien a crear espai per a la política fiscal. És a dir, la sostenibilitat dels comptes públics és una restricció que la política fiscal ha de complir, però no és el seu objectiu primari. La política fiscal ha d'ajudar a estabilitzar el cicle econòmic[5] i, a més a més, també pot contribuir a fomentar un creixement econòmic a llarg termini més potent, resilient i inclusiu.[6]

En tercer lloc, la proposta simplifica el marc fiscal actual (per exemple, deixaria de ser obligatori l'ús d'indicadors basats en variables no observables, com el dèficit estructural). No obstant això, ho fa de manera limitada, i, atès que queden molts detalls per definir, caldrà veure si la versió final realment implicaria menys complexitat i menys incertesa.

En negatiu, destaca la generositat dels horitzons: els plans donarien fins a quatre anys perquè la senda fiscal situï el dèficit per sota del 3% i el deute en una trajectòria sostenidament descendent. I aquest termini es podria prorrogar tres anys més en funció del programa de reformes i d'inversions del país. Així, probablement, el pla s'estendria en el temps més enllà del mandat del govern de torn, de manera que el seu compliment exigiria un nivell elevat de compromís nacional, a més del compromís, de la coordinació i de la legitimitat entre tots els agents implicats (governs, autoritats fiscals independents, Comissió Europea i Consell).

En qualsevol cas, cal ressaltar l'ambició de la Comissió: en un moment en què no hi ha consens entre les grans capitals europees sobre com reformar les regles fiscals, ha plantejat una reforma que va molt més enllà dels ajustos marginals. A partir del desembre, els Estats membres han de negociar amb la mateixa ambició i, quan es restableixin les regles fiscals el 2024, ho haurien de fer amb un redisseny que incorpori les lliçons dels 30 últims anys i que s'ajusti a la realitat actual d'Europa.

5. En especial en una unió monetària, ja que el banc central és únic i no pot afrontar xocs idiosincràtics entre els països.
6. Per exemple, ajudant amb les transicions energètica i digital.

La factura energètica de les llars europees en el més cru del cru hivern

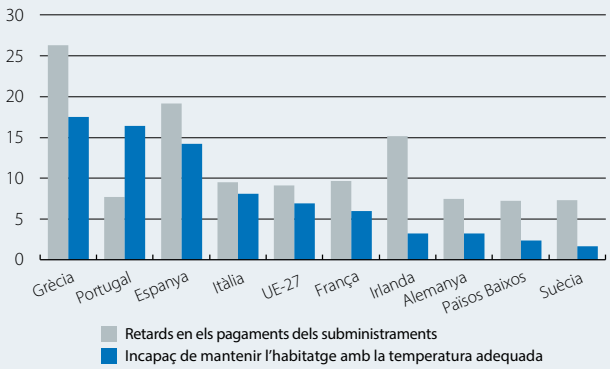
La crisi energètica ha provocat un encariment dels preus de l'energia que no afecta totes les llars de la mateixa manera, ja que els recursos i la situació de partida inicial no són els mateixos. En aquest article, analitzem la situació de pobresa energètica de les llars europees i l'augment del percentatge del pressupost que han dedicat a l'energia el 2022.

Una llar pateix una situació de pobresa energètica quan no pot cobrir totes les necessitats energètiques bàsiques.[1] Aquesta situació no depèn només dels preus, sinó que és el resultat d'una combinació de tres factors: ingressos baixos, despesa elevada en subministraments energètics (en proporció de la renda) i poca eficiència energètica a les llars. Així, doncs, mesurar la pobresa energètica de les llars no és una tasca fàcil, ja que hem d'analitzar múltiples dimensions i no hi ha una única mesura que resumeixi la situació. Dos indicadors a partir d'enquestes sobre les condicions de vida de les llars que sintetitzen bé la problemàtica són la incapacitat de mantenir l'habitatge a una temperatura adequada i el retard en el pagament de les factures energètiques.[2] A la UE, el 6,9% de les llars no podien mantenir l'habitatge a una temperatura adequada el 2021, i el 6,4% es retardava en el pagament de les factures dels subministraments energètics. No obstant això, hi ha diferències significatives en les dues dimensions entre països, i hi ha, generalment, un major percentatge de llars amb dificultats als països del sud d'Europa (vegeu el primer gràfic).

Una altra manera d'analitzar la pobresa energètica és a partir de la despesa en subministraments, ja que pot revelar dificultats a l'hora de cobrir les necessitats energètiques de la llar.[3] A la UE-27, el 13,4% de les llars van tenir un nivell de despesa en energia per sota de la meitat de la mitjana nacional (el 2015, últim any amb informació comparable disponible), la qual cosa pot assenyalar una situació denominada sovint com «pobresa energètica amagada». D'altra banda, si mesurem la despesa energètica en proporció dels ingressos de la llar, s'observa que el 15,1% de les llars van tenir una despesa energètica sobre els ingressos superior al doble que la mitjana nacional, una despesa que sol ser qualificada de «desproporcionada». En les dues mètriques, la dispersió entre països europeus és menor, la qual cosa indica que la pobresa energètica mesurada a partir de la despesa en subministraments era

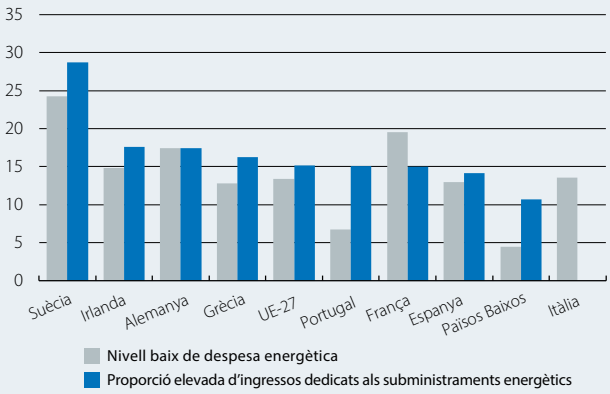
1. Vegeu European Commission (2020), «Commission Staff Working Document EU Guidance on Energy Poverty», SWD(2020) 960, https://ec.europa. eu/transparency/documents-register/api/files/SWD(2020)960_0/de0 0000000001888?rendition=false.
2. EU Energy Poverty Hub de la Comissió Europea.
3. EU Energy Poverty Hub de la Comissió Europea.

UE: pobresa energètica a partir d'enquestes sobre les condicions de vida de les llars
(% de llars)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Energy Poverty Advisory Hub (EU SILC, 2021).*

UE: pobresa energètica mesurada a partir de la despesa en subministraments energètics
(% de llars)



Notes: *Es considera que una llar té un nivell baix de despesa energètica si la seva despesa és inferior a la meitat de la despesa mitjana nacional. Es considera que una llar té una proporció elevada dels ingressos dedicada als subministraments energètics si la proporció dels ingressos destinada als subministraments supera el doble de la mitjana nacional.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Energy Poverty Advisory Hub (EU HBS, 2015).*

més similar entre països.[4] A Espanya, la situació en les dues mètriques el 2020 no havia canviat de forma substancial en relació amb les dades del 2015: el 10,3% de les llars tenien un nivell de despesa molt baix (el 13,0% el 2015) i el 16,8% de les llars, una despesa desproporcionada en relació amb els ingressos (el 14,2% el 2015).

Com veiem, la pobresa energètica és un fenomen multidimensional, de manera que no és fàcil estimar com la crisi actual està afectant cada dimensió. Dimensions com la incapacitat de mantenir l'habitatge a la temperatura ade-

4. Suècia, amb pitjors registres de pobresa energètica mesurats a partir de la despesa, seria una excepció, tot i que, d'altra banda, era un bon alumne en les altres dimensions (mantenir l'habitatge a una temperatura adequada i retards en el pagament de les factures).

quada depenen, sobretot, d'una mala situació ja de partida de la llar, de manera que, segons les simulacions de la Comissió Europea,[5] els augments de preus dels subministraments derivats de la crisi tenen un impacte relativament petit sobre aquesta dimensió. En canvi, aquests preus més elevats sí que impacten de forma més substancial sobre les dimensions relacionades amb el nivell de despesa.[6]

La factura d'energia puja, però no per igual a tots els països

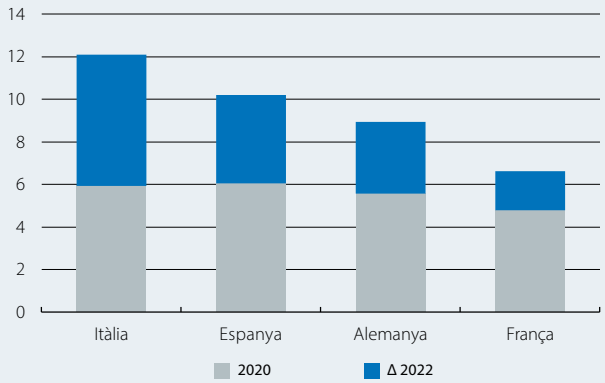
Centrem l'anàlisi de l'impacte de la pujada de la factura de l'energia a les quatre grans economies de la zona de l'euro (Alemanya, França, Itàlia i Espanya).[7]

Com a referència, el 2020, les famílies van destinar al pagament de la factura energètica el 4,8% de la renda a França, el 5,6% a Alemanya i prop del 6,0% a Itàlia i a Espanya. A això s'afegeix un fort encariment de l'energia (pujada del 72% des del 2021), tot i que de magnitud força desigual entre països: fins al setembre del 2022, a França assoleix el 40%; a Alemanya, més del 60%, i a Espanya, gairebé el 70%, mentre que, a Itàlia, els preus gairebé s'han duplicat.[8] Això implica que, el 2022, de mitjana, les llars han vist incrementada la factura anual de l'energia en gairebé 500 euros a França, uns 800 euros a Espanya, més de 1.000 euros a Alemanya i prop de 1.400 euros a Itàlia. D'aquesta manera, l'esforç de les famílies és ara notablement superior, i, a més a més, s'ha ampliat de manera significativa la divergència entre països: les famílies franceses continuen sent les que han de fer un esforç menor, ja que hi destinen, de mitjana, el 6,5% de la renda, mentre que, a Alemanya, hi dediquen gairebé el 9,0%; a Espanya, una mica més del 10%, i, a Itàlia, més del 12%.[9]

5. Vegeu Menyhért, B. (2022), «The effect of rising energy and consumer prices on household finances, poverty and social exclusion in the EU», Publications Office of the European Union, Luxemburg, doi:10.2760/418422, JRC130650.
6. Les variables de pobresa energètica de despesa utilitzades al segon gràfic corresponen a mesures de posició relativa de despesa de les llars, de manera que, segons els càlculs de la Comissió Europea, en augmentar els preus de manera força similar per a totes, la posició relativa entre elles no canvia gaire.
7. Per a aquesta simulació, obtenim de l'Enquesta de pressupostos familiars (HBS) publicada per Eurostat la composició de despesa per trams de renda el 2020 per a tots els països, llevat d'Itàlia, on utilitzem l'estadística homònima que publica la seva oficina d'estadística (ISTAT). Els indicadors de renda s'obtenen a través de l'Enquesta de renda i condicions de vida (ILC), també publicada per Eurostat, en tots els casos. Per estimar la despesa de les llars en energia utilitzem el component CP045 «Electricitat, gas i altres combustibles» de l'IPCH. Aquest component ja recull l'impacte general de les mesures públiques implementades per rebaixar la factura energètica (rebaixa de l'IVA, per exemple), tot i que no els ajuts específics per als col·lectius més desfavorits.
8. Aquestes divergències són degudes, entre altres motius, al patró de consum d'energia de cada país. Per exemple, Itàlia és el que més exposició té al gas, primera matèria que va arribar a multiplicar per 17 el preu: gairebé el 31% del consum directe d'energia correspon al gas, i més del 56% de la generació d'electricitat és mitjançant gas (el 22% i el 35% en la mitjana d'Europa, respectivament).
9. Aquestes estimacions mesuren el que costaria realitzar el mateix consum energètic que el 2020 (és a dir, no tenen en compte la possible reducció del consum).

Despesa en electricitat, gas i altres combustibles per països

(% de la renda de les famílies)



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

Aquestes estimacions mostren com, a tots els països, les llars han de dur a terme un major esforç en termes de renda per afrontar l'increment de la factura energètica. Les llars amb menys ingressos són les que tindran més problemes per pagar la factura energètica, de manera que és clau que els ajuts es focalitzin per arribar a totes aquestes llars amb dificultats. Aquests ajuts, així mateix, han d'anar acompanyats d'incentius per a l'estalvi energètic. En aquest sentit, els senyals de preu continuen sent un element essencial per ajustar al màxim la demanda i perquè les llars europees estalviïn energia en aquest cru hivern.

Rita Sánchez i Josep Mestres Mestres Domènech

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	09/22	10/22	11/22
Activitat									
PIB real	–3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,8	8,5	8,2	8,0	...
Confiança del consumidor *(valor)*	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	107,8	102,2	100,2
Producció industrial	–7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,2	5,0	3,3	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	50,9	50,2	49,0
Habitatges iniciats *(milers)*	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.458	1.488	1.425	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	228	267	284	299	314	310	306	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,5	3,7	3,7
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,0	59,9
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,2	–3,6	–3,6	–3,9	–4,0	–3,9	–3,9	...	...
Preus									
Inflació general	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,2	7,7	...
Inflació subjacent	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,6	6,3	...

JAPÓ

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Activitat									
PIB real	–4,6	1,6	0,5	0,6	1,7	1,8	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	30,8	29,9	28,6
Producció industrial	–10,6	5,6	1,1	–0,6	–3,6	4,0	9,6	4,5	...
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	2,6	2,6	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	0,1	–0,3	–0,3	–1,0	–2,0	–3,1	–3,0	–4,4	...
Preus									
Inflació general	0,0	–0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,8	...
Inflació subjacent	0,2	–0,5	–0,7	–0,9	0,8	1,5	1,8	2,5	...

XINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
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	2,5	–0,5	...
Producció industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	6,3	5,0	...
PMI manufactures (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	50,1	49,2	48,0
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	524	681	681	728	823	905	905	905	...
Exportacions	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	5,6	–0,6	...
Importacions	–0,6	30,0	23,7	10,6	1,4	0,8	0,3	–0,7	...
Preus									
Inflació general	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,8	2,1	...
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	7,0	7,2	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	09/22	10/22	11/22
Vendes al detall *(variació interanual)*	–0,8	5,5	4,4	6,1	1,1	...	0,0	–2,7	...
Producció industrial *(variació interanual)*	–7,6	9,0	0,3	–0,2	0,4	...	4,9	...	...
Confiança del consumidor	–14,2	–7,4	–7,6	–13,7	–22,3	–26,9	–28,7	–27,5	–23,9
Sentiment econòmic	88,3	110,8	116,0	111,1	104,0	96,5	93,7	92,7	93,7
PMI manufactures	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	48,4	46,4	47,1
PMI serveis	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	48,8	48,6	48,5
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	...	6,6	6,5	...
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	...	7,1	7,1	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,8	...
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	1,3	–	–	–
França *(variació interanual)*	–7,9	7,2	5,1	4,8	4,2	1,0	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	–9,1	7,0	6,5	6,4	5,0	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	09/22	10/22	11/22
General	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	9,9	10,6	10,0
Subjacent	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	4,8	5,0	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	09/22	10/22	11/22
Saldo corrent	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	–0,3	–0,3	...	...
Alemanya	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	4,3	4,3	...	...
França	–1,8	0,4	0,4	0,1	–0,5	–1,2	–1,2	...	...
Itàlia	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	–0,5	–0,5	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**93,8**	**94,2**	**92,7**	**92,5**	**90,1**	**88,9**	**89,2**	**90,5**	**92,2**

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	09/22	10/22	11/22
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,9	8,9	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,4	4,2	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	2,3	2,5	...
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	2,3	2,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	5,5	3,4	...
Altres dipòsits a curt termini	0,6	–0,8	–1,5	–0,3	0,9	5,3	8,1	9,9	...
Instruments negociables	8,1	11,6	9,9	0,7	2,0	4,3	7,8	3,2	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	...

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 sorprèn positivament en el tram final de l'any

L'economia espanyola es continua desaccelerant, però encara el context advers millor del que s'esperava, la qual cosa introdueix biaixos a l'alça en la nostra previsió del PIB per al 4T 2022 (el –0,3% intertrimestral *vs*. el +0,2% en el 3T). Els indicadors referents a l'últim trimestre de l'any ofereixen senyals mixtos. D'una banda, es percep un refredament de la despesa domèstica, afectada pel deteriorament de la renda real, i un empitjorament dels indicadors de sentiment empresarial (PMI) al sector industrial. De l'altra, però, sorprenen positivament la resiliència del mercat laboral, que, tot i que ho fa a un ritme esmorteït, continua creant ocupació, i la fortalesa del turisme, molt a la vora de recuperar els nivells prepandèmia, i on la feblesa d'un dels nostres principals mercats emissors, l'alemany, es veu compensada pel dinamisme d'altres procedències. Una altra bona notícia és la contenció de la inflació, que, gràcies a la correcció dels preus de l'electricitat i del gas, encadena quatre mesos consecutius de descensos, fins al 6,8% al novembre, la taxa més baixa des del gener.

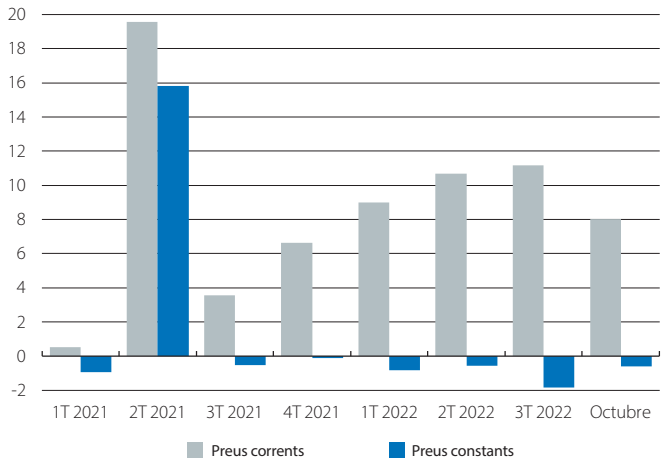
Afebliment menys intens del que es preveia. El refredament és especialment perceptible a la indústria, més afectada pels xocs d'oferta que venen afectant l'escenari econòmic, mentre que els serveis mostren una resiliència notable. Així, el PMI del sector manufacturer, llastat per l'elevada incertesa i per l'encariment dels costos de l'energia, del transport i de les primeres matèries, es manté en zona contractiva (45,7 punts al novembre), afectat per les caigudes de la producció i de la cartera de comandes. No obstant això, el PMI de serveis repunta al novembre, fins a situar-se de nou per damunt dels 50 punts, i assoleix els 51,2 punts, el nivell més alt des del juliol, gràcies a un to de la demanda millor del que es preveia. I la despesa de les famílies, tot i que es mostra molt afeblida, va esmorteint el ritme, i les compres al comerç al detall –sense les estacions de servei i en termes reals– anoten, a l'octubre, la menor caiguda en cinc mesos (el –0,6% interanual *vs*. el – 1,8% en el 3T 2022).

El mercat laboral es mostra resilient. El comportament de l'ocupació en els últims mesos és positiu, malgrat l'advers escenari econòmic actual. L'afiliació a la Seguretat Social va caure molt lleugerament al novembre, amb prou feines 155 treballadors, una xifra que millora de manera significativa el comportament habitual en aquest mes (caiguda de 23.200 persones de mitjana en el període 2014-2019). En termes desestacionalitzats, es registra el major increment mensual de l'últim any (77.695), de manera que, des de l'inici del 4T, els afiliats desestacionalitzats que no estan en ERTO creixen el 0,5% en relació amb el 0,7% del 3T, una desacceleració inferior a la prevista. Pel que fa a l'atur registrat, torna a sorprendre amb una caiguda de 33.512 persones, el major descens en un mes de novembre de l'última dècada, llevat del 2021, quan es va veure afectat per la recuperació de l'ocupació després de la pandèmia.

La inflació continua a la baixa, empesa per la caiguda dels preus de l'energia. Segons l'indicador avançat, al novembre, la

Espanya: comerç al detall

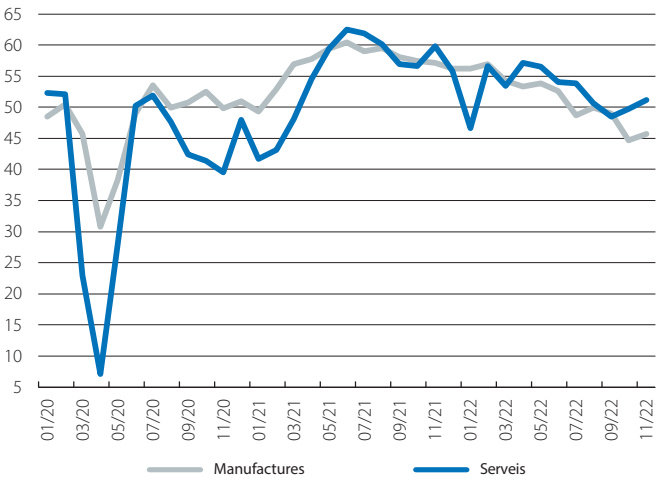
Variació interanual (%)



Nota: *Dades sense estacions de servei, corregides d'efectes estacionals i de calendari.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: PMI

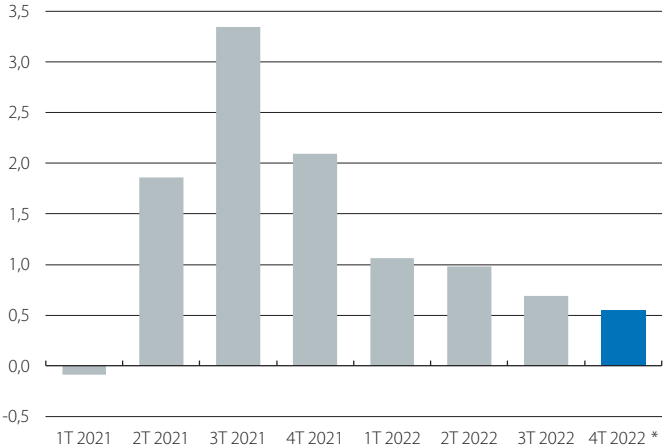
Nivell



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

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

Variació intertrimestral (%)



Notes: *Sèrie desestacionalitzada d'afiliats que no estan en ERTO. * Dada d'octubre-novembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball, Migracions i Seguretat Social.*

inflació general es va moderar fins al 6,8% (el 7,3% a l'octubre), a causa, principalment, de la caiguda dels preus de l'electricitat, la rebaixa de la qual al final d'octubre s'ha prolongat durant tot el mes de novembre, gràcies a la contenció dels preus de referència del gas, a la menor generació elèctrica en centrals que utilitzen gas i al major nombre de consumidors que paguen la compensació del topall del gas. Tot i que en menor mesura, també hi ha influït la caiguda dels preus dels carburants, en línia amb la reducció del preu del barril de Brent, el 6,5% mensual al novembre, fins als 89 euros. No obstant això, pel que fa a la resta de components de l'IPC, encara s'estan transmetent als preus finals els increments dels costos de producció, de manera que la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, va anotar al novembre un lleuger repunt, fins al 6,3%.

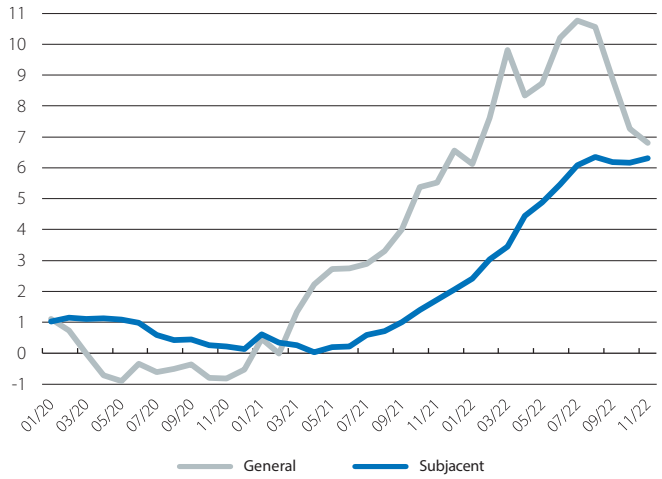
La recuperació dels ingressos turístics compensa el fort empitjorament del dèficit energètic amb l'exterior. Fins al mes de setembre, la balança per compte corrent acumulava un superàvit de 1.376 milions d'euros, el 77,9% inferior al d'un any abans (6.224 milions). Aquest deteriorament s'explica, principalment, per l'ampliació del dèficit de la balança de mercaderies, que va pujar fins als 53.437 milions d'euros, quatre vegades més que en el mateix període de l'any anterior (–13.267 milions). D'una banda, el dèficit energètic continua augmentant i assoleix màxims històrics en el període gener-setembre (–39.480 milions *vs.* –18.007 milions el 2021), arran de l'intens encariment de les importacions (el 70,5% interanual). Però també la balança de béns no energètics ha empitjorat i ha anotat un dèficit de 13.957 milions (en relació amb un superàvit de 4.740 milions el 2021), a conseqüència del major creixement de les importacions (27,4% *vs.* 19,8% de les exportacions), impulsades també per un fort repunt dels preus (el 18,3%).

Pel costat positiu, i gràcies a l'excel·lent campanya d'estiu, el sector turístic registra un superàvit de 39.356 milions d'euros acumulat en els nou primers mesos de l'any. Les dades de l'octubre continuen sent favorables: l'arribada de turistes estrangers guanya dinamisme i s'aproxima als 7,2 milions, que van gastar gairebé 8.300 milions d'euros, de manera que la distància amb els nivells del mateix mes del 2019 es retalla fins al 5,4% i el 0,3%, respectivament (el –11,6% i el –3,9% al setembre). Les pernoctacions hoteleres de turistes estrangers també milloren, ja que a l'octubre s'han situat el 6,3% per sota de l'octubre del 2019 (el –8,2% en el mes anterior).

Creixen els senyals de refredament al mercat immobiliari. En el 3T 2022, el preu de taxació de l'habitatge lliure es va estancar en termes intertrimestrals, la qual cosa s'afegeix a l'escàs avanç anotat en el trimestre anterior (el 0,4%); en termes interanuals, es registra una intensa desacceleració al llarg del 2022, fins al 4,7% en el 3T, 2 punts menys que en el 1T. La demanda d'habitatge també comença a mostrar un cert esgotament: les compravendes van créixer el 6,9% interanual al setembre, en relació amb les taxes superiors al 30% dels primers mesos de l'any. No obstant això, en termes acumulats dels 12 últims mesos, s'arriba a les 644.000 unitats, el registre més elevat des del 2008.

Espanya: IPC

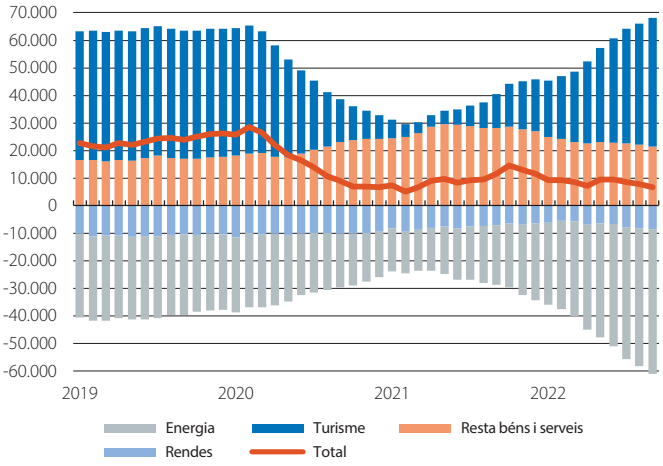
Variació interanual (%)



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

Espanya: saldo de la balança per compte corrent

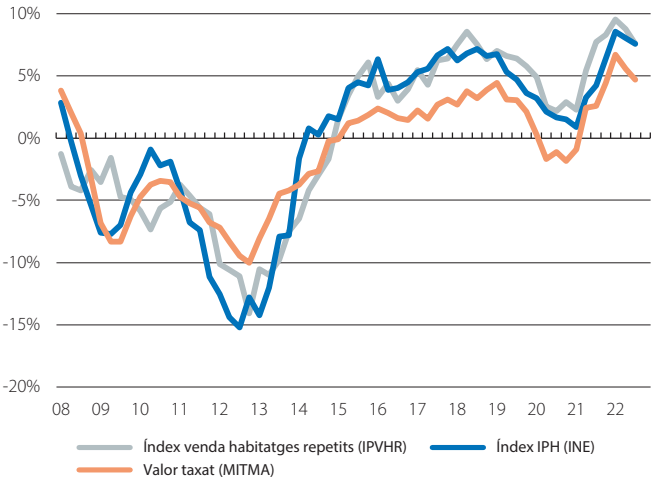
(Milions d'euros)



Nota: *Dades acumulades de 12 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i de Duanes.*

Espanya: preus de l'habitatge

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Col·legi de Registradors, de l'INE i del Ministeri de Transports, Mobilitat i Agenda Urbana (MITMA).*

Evolució dels actius financers de les famílies en termes nominals i reals a Espanya

Augment de l'estalvi en termes nominals des de la pandèmia

En aquest article analitzem el poder de compra de l'estoc d'actius financers de les famílies espanyoles[1] en un context d'inflació elevada.

El 2020 i el 2021, es va produir un augment elevat de l'estalvi de les llars espanyoles en un context en què les restriccions per la COVID-19 i els confinaments van dificultar a les famílies realitzar la seva despesa en activitats presencials (turisme, oci...), al mateix temps que el suport de les polítiques econòmiques va suavitzar la caiguda de la renda bruta disponible, que va recular només el 2,0% interanual el 2020 i que, el 2021, se situava ja per damunt del nivell prepandèmia.

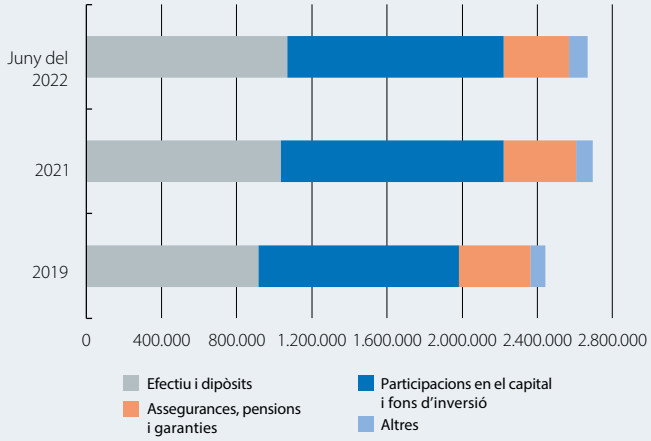
En aquest context, l'estoc d'actius financers de les llars[2] va registrar, entre el final del 2019 i el 2T 2022, un augment de més de 224.000 milions d'euros. Es tracta d'un augment molt significatiu. Per exemple, entre el final del 2015 i el final del 2019, l'estoc d'actius va augmentar en 119.900 milions, molt per sota de l'augment dels últims dos anys i mig.

Aquest augment es correspon amb una adquisició d'actius de 229.000 milions i un efecte de revaloració de –8.000 milions. Així, en aquest augment observat dels actius financers, ha jugat un paper rellevant l'estalvi acumulat per les famílies durant la pandèmia:[3] arran de les restriccions a l'oci i a les activitats socials, les llars van optar per augmentar l'adquisició d'actius financers. En concret, entre el 2015 i el 2019, les llars espanyoles van adquirir, de mitjana anual, actius financers per valor del 2,6% de la seva renda bruta disponible. Aquest percentatge va pujar fins al 14,9% el 2020 i fins al 9,1% el 2021 i, en els dos primers trimestres del 2022, se situava encara per damunt de la mitjana d'aquests trimestres en els anys previs a la pandèmia. De fet, si comparem l'adquisició observada d'actius financers entre el final del 2019 i el 2T 2022 amb l'adquisició «teòrica» que s'hauria produït entre el 2019 i el 2T 2022 si les llars haguessin adquirit actius financers en un percentatge de la seva renda disponible com el del 2015-2019, s'obté un «excés» en l'adquisició d'aquests actius per més de 150.000 milions.

1. Al llarg d'aquest article, quan parlem de llars, estem incloent-hi les institucions sense ànim de lucre al servei de les llars.
2. Actius financers bruts, és a dir, no tenim en compte els passius financers, l'estoc dels quals s'ha mantingut força estable des de la pandèmia.
3. No obstant això, una part de l'estalvi embassat durant la pandèmia, en lloc de destinar-lo a l'adquisició d'actius financers, va ser destinat a invertir en actius immobles, la qual cosa va donar lloc a un «excés d'inversió» en actius poc líquids.

Espanya: actius financers de les llars

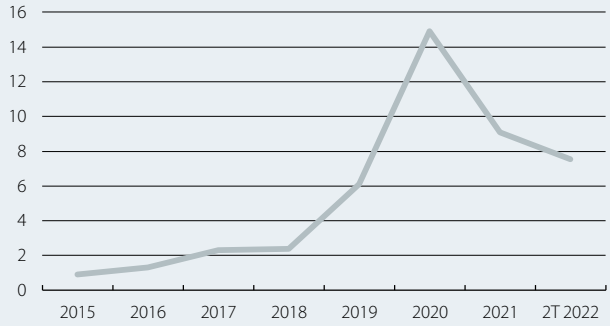
(Milions d'euros)



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

*Espanya: taxa d'estalvi financera de les llars **

Adquisició d'actius financers/RBD (%)



Notes: ** A diferència de la taxa d'estalvi estàndard, que es construeix amb la part de la renda bruta disponible (RBD) que no es dedica a despeses en consum final, la taxa d'estalvi financera només inclou la part de l'estalvi que es destina a l'adquisició d'actius financers. Utilitzem la ràtio d'aquesta adquisició dividida per l'RBD.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

La inflació ha erosionat la riquesa financera de les llars

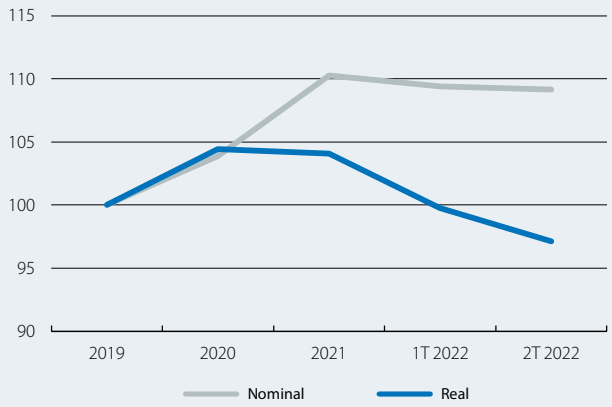
Un augment de l'estoc d'actius financers de 224.000 milions sembla elevat, però cal tenir en compte que ens trobem en un context inflacionista, en què l'augment dels preus ha erosionat de manera important el valor dels actius en termes reals. No en va, la inflació acumulada entre el final del 2019 i el 2T 2022 ha estat del 12,4%. En concret, deflactant l'estoc d'actius financers per veure el seu valor en termes reals, observem (vegeu el tercer gràfic) que, en el 2T 2022, és clarament inferior al que hi havia al final del 2019. I això malgrat l'important augment de l'estoc en termes nominals. Així, l'augment notable d'aquests actius per l'estalvi embassat durant la pandèmia no ha evitat una caiguda de l'estoc en termes reals.

En definitiva, l'augment de l'estoc d'actius financers en termes nominals no ha estat suficient per evitar una pèrdua del seu poder de compra per l'elevada inflació. A més a més, cal tenir en compte que, possiblement, l'augment de la riquesa financera s'hagi concentrat en les rendes més elevades, amb més capacitat d'estalvi i menys propensió al consum, tal com ho suggereix una anàlisi realitzada per CaixaBank Research amb dades internes sobre l'estalvi embassat durant la pandèmia.[4]

Aquest simple exercici té implicacions rellevants en el complex context econòmic en què ens trobem. En primer lloc, tot i que l'estalvi acumulat durant la pandèmia permetrà esmorteir la caiguda del consum, no sembla que sigui suficient per evitar una contracció del consum en termes reals. En particular, si analitzem la relació històrica del consum real amb els seus principals determinants (la renda bruta disponible, l'estoc d'actius financers i altres variables macroeconòmiques rellevants, com la inflació, els tipus d'interès i els preus de l'habitatge...), obtenim que és molt probable que, l'any vinent, el consum anoti una taxa de creixement negativa. Aquesta previsió de consum és coherent amb una caiguda moderada de la taxa d'estalvi el 2023, quelcom que té sentit en la mesura que pensem que l'estalvi per precaució arran de l'augment de la incertesa hauria de mitigar la caiguda de la taxa d'estalvi.

Javier García- Arenas

Espanya: estoc d'actius financers
Índex (100 = 2019)



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

4. Vegeu l'article «Endeutar-se o no endeutar-se: un dilema que depèn del que s'hagi estalviat durant la pandèmia», a l'IM11/2021. En particular, es mostra que les rendes baixes i les mitjanes-baixes (els dos primers quintils d'ingressos) ja haurien consumit el 2021 tot el sobreestalvi atribuïble a la pandèmia acumulat el 2020.

L'evolució dels rebuts de la llum de les llars espanyoles el 2022

El 2022 ha continuat sent extremadament convuls als mercats energètics, amb una pressió alta sobre els preus, intensificada per la guerra d'Ucraïna, i amb la consegüent intervenció dels mercats per intentar pal·liar-la.[1] Però com han evolucionat les factures de la llum de les llars espanyoles? Ho analitzem a partir dels rebuts d'electricitat domiciliats a CaixaBank per part de clients particulars.[2]

En un article anterior,[3] hem constatat que les variacions de preus al mercat majorista de l'electricitat es traslladaven més ràpidament als rebuts amb tarifa regulada (PVPC) que als del mercat lliure, que normalment tenen un preu fix durant la durada del contracte.[4] Així, mentre que l'import del rebut mitjà al mercat regulat augmentava el 32% interanual en el 4T 2021, al mercat lliure es reduïa el 14%, en no repercutir-se encara els augments de preus però sí les primeres mesures d'alleujament implementades per a les llars.

L'anàlisi dels rebuts el 2022 ens mostra que els rebuts de les llars amb tarifa regulada han continuat amb una volatilitat alta i amb imports elevats, mentre que l'import dels rebuts amb tarifa fixa (que representen gairebé dos terços del total)[5] ha anat augmentant de forma gradual a mesura que s'han renovat els contractes. Més concretament, el rebut mitjà del mercat regulat és de 68 euros el 2022 (en la mitjana del gener a l'octubre), 20 euros per damunt de l'any anterior, però amb fluctuacions elevades, amb variacions que van del +14% del mes d'octubre al +75% interanual del mes de març (el +42% de mitjana), a conseqüència del comportament del mercat majorista.

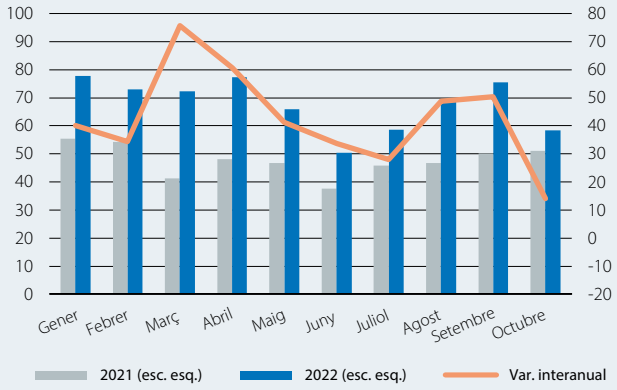
En canvi, els rebuts de les llars amb contractes a preu fix han anat veient com els creixements interanuals anaven a l'alça a mesura que avançava l'any. Al gener del 2022, l'import del rebut mitjà va ser de 60 euros, el 27% interanual menys que un any enrere. A la primavera, els rebuts ja s'havien situat, més o menys, al mateix nivell que un any abans (creixements interanuals del 0%). A l'octubre del 2022, en canvi, el rebut mitjà va assolir gairebé els 80 euros, la qual cosa representava un creixement interanual del +21%.

De cara a l'any 2023, preveiem que la factura de l'electricitat continuarà sent elevada, tot i que hi ha molta incertesa sobre el mercat del gas i sobre l'evolució de la regulació.

1. Per a més detalls, vegeu Rodríguez Rodríguez, D. (2022), «Un año de intervenciones reguladoras en electricidad y gas: un análisis de situación», Fedea, https://documentos.fedea.net/pubs/ap/2022/ap2022-27.pdf.
2. Analitzem els imports dels rebuts de la llum domiciliats per a cada client particular cada mes (excloem les empreses i els autònoms) i diferenciem entre clients que tenen contracte amb tarifa lliure o amb tarifa regulada (PVPC).
3. Vegeu el Focus «Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?», a l'IM01/2022.
4. Per a més detalls del funcionament del mercat detallista d'electricitat a Espanya, vegeu el Focus «El mercat ibèric de l'electricitat i la pujada del preu a Espanya», a l'IM01/2022.
5. Segons les dades de la CNMC, en el 3T 2021, el 35,1% de les llars tenien contractes al mercat regulat i el 64,9% tenien contractes al mercat lliure.

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

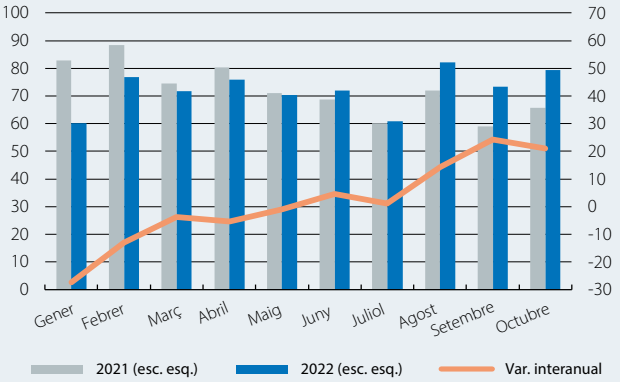
Import (euros) *Taxa interanual (%)*



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

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

Import (euros) *Taxa interanual (%)*



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

L'import de la factura de les llars al mercat regulat serà superior al de l'any anterior si tenim en compte que els preus del futur del MIBGAS per al 2023 són una mica superiors als del 2022 (el +8,2% de mitjana), malgrat que el topall del gas pot compensar de manera parcial aquests augments durant la primera meitat del 2023. En tot cas, la volatilitat de la factura del mercat regulat es reduirà després de la reforma prevista de la tarifa PVPC. Les llars al mercat lliure que vegin revisats els contractes veuran incrementada la tarifa, que mantindrà la tendència observada el 2022, tot i que els increments es podrien començar a moderar a partir del 2T 2023.[6] El respir en la factura de l'electricitat arribarà, però no preveiem que això passi abans del final del 2023.

Josep Mestres Domènech i Alberto Graziano

6. En el passat, els canvis en la tendència de les variacions de preus al mercat regulat es van traslladar uns 12 mesos després al mercat lliure.

Quins sectors expliquen el bon comportament del mercat laboral espanyol?

Un dels aspectes més positius de l'escenari econòmic és la resiliència que mostra el mercat laboral, que ja, des de mitjan 2021, supera el nivell d'ocupació previ a l'esclat de la pandèmia. En aquest context de fortalesa, cal preguntar-se què explica aquest bon comportament. Una manera de conèixer els factors que l'expliquen és desagregar la creació d'ocupació entre les principals branques d'activitat, per analitzar si la millora és generalitzada i si, per tant, respon a factors generals o si, en canvi, es concentra en determinats sectors i és deguda a factors específics.

L'estadística d'afiliats del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions recull un increment del 4,5% interanual en el nombre d'afiliats durant el període gener-novembre d'enguany. El primer gràfic detalla les seccions d'activitat que es mostren més dinàmiques en la creació d'ocupació en aquest període, on destaquen els casos de l'hoteleria, de les activitats d'oci i entreteniment, de la informació i les telecomunicacions, de les activitats professionals i científiques, de les activitats immobiliàries, i del transport i emmagatzematge.

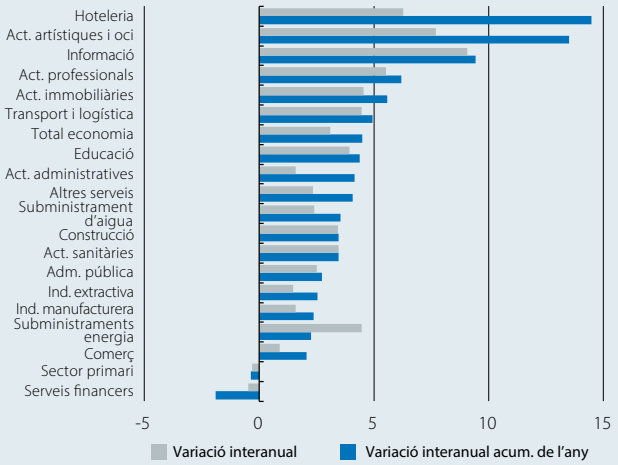
En aquest sentit, la desagregació per sectors reflecteix que el dinamisme actual del mercat laboral respon, d'una banda, a la superació de la pandèmia i a la reactivació de les activitats en què la interacció social és necessària (sectors associats al turisme i a l'oci) i, de l'altra, al funcionament dels sectors relacionats amb la nova normalitat post-COVID, on s'observa una forta reactivació de la demanda d'habitatge (destaquen les activitats immobiliàries), una acceleració en els processos de digitalització (associada a activitats professionals o d'informació i telecomunicacions) i una major penetració de l'*e-commerce* (relacionada amb el transport i la logística).

En canvi, les seccions que es comporten pitjor serien les activitats financeres (pel procés gradual de consolidació del sector financer), el sector primari (afectat negativament per la crisi energètica i per una climatologia adversa), les indústries energètiques i d'*utilities* (llastades per l'encariment de l'energia) o el comerç (per la feblesa del consum arran del repunt de la inflació), que són les activitats més afectades pels llastos que han caracteritzat l'escenari econòmic en els últims mesos.

De cara als propers mesos, tenint en compte que la majoria de sectors han anat recuperant els nivells previs d'ocupació (vegeu el segon gràfic), quins sectors poden contribuir més a la creació d'ocupació? Per analitzar aquest

Espanya: creació d'ocupació per seccions d'activitat

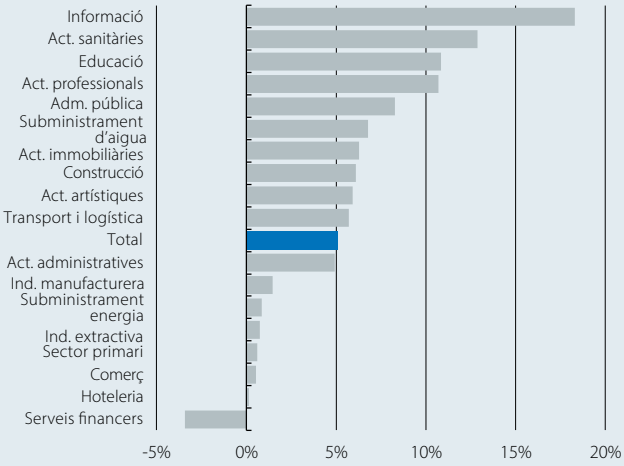
Variació interanual, novembre del 2022 (%)



Nota: *S'exclouen les seccions d'organismes extraterritorials i les activitats de les llars com a ocupadores.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'afiliats a la Seguretat Social del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.*

Espanya: afiliats a la Seguretat Social en relació amb el 2019

Afiliats mitjans gener-novembre 2022 vs. mateix període del 2019 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.*

punt, ens preguntem quins sectors es mostraven més dinàmics a l'hora de crear ocupació abans de l'esclat de la pandèmia i veiem com ha canviat l'estructura sectorial del mercat laboral des de l'inici de la dècada passada, com a reflex de possibles canvis en l'estructura productiva. Per fer aquesta anàlisi, utilitzem la mateixa desagregació per seccions d'activitat i comparem la variació del seu pes sobre el total d'afiliats entre el 2010 i el 2022 fent un desglossament per períodes (vegeu el tercer gràfic): els canvis entre el 2010 i el 2019 (barra blava) recullen les

tendències prepandèmiques a llarg termini, mentre que els canvis del 2019 al 2022 reflecteixen els canvis provocats per la pandèmia (barra grisa).[1]

En primer lloc, cal destacar que els sectors que han guanyat més pes al llarg del període 2010-2022 (punt taronja) serien l'educació, les activitats sanitàries i l'hoteleria, el pes dels quals va augmentar en 1,4 i en 1,1 p. p., respectivament. El primer reflecteix la proliferació d'activitats educatives en l'àmbit del sector privat al nostre país en els últims anys.[2] El segon respon, en gran part, a les conseqüències directes de la pandèmia (és el sector que ha guanyat més pas entre el 2019 i el 2022), però també a les creixents necessitats assistencials per la llei de la dependència i, en termes més generals, per la tendència d'envelliment gradual de la població espanyola. El tercer mostra l'excepcional moment que va viure el sector turístic espanyol en la dècada anterior, quan va assolir nous màxims en visites de turistes el 2019 (el sector va passar de 53 milions de visitants a més de 83 milions el 2019), tot i que és cert que la pandèmia va tenir un efecte negatiu (la barra grisa és negativa), a causa de les restriccions a la mobilitat a nivell internacional. Finalment, cal destacar els sectors de la informació i les telecomunicacions i de les activitats professionals i administratives, més o menys relacionades totes elles amb els processos de digitalització i amb l'augment del comerç electrònic i del teletreball, tendències posades en marxa en els últims anys però accelerades per les conseqüències de la pandèmia.

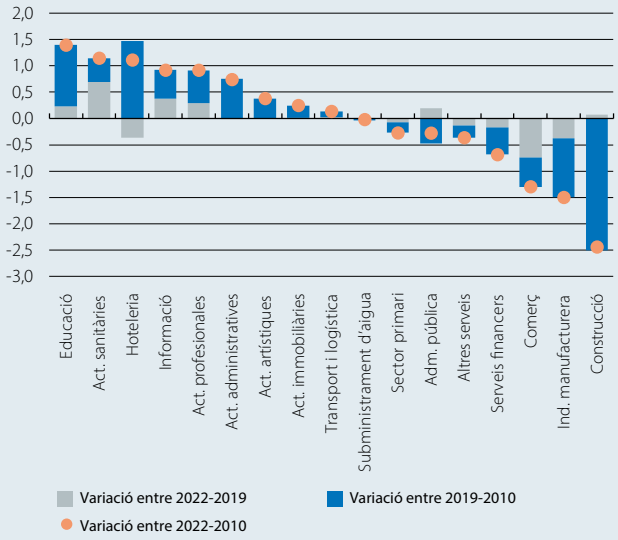
En canvi, crida l'atenció la notable pèrdua de pes en el conjunt del mercat laboral del sector de la construcció, arran del fort procés de consolidació del sector després del *boom* immobiliari que es va gestar durant el cicle econòmic anterior (des dels anys noranta fins a mitjan els 2000), i de la indústria manufacturera, que no solament respon a la terciarització gradual de l'economia, sinó que una gran part del descens en el nombre d'afiliats es produeix a la indústria auxiliar de la construcció (ceràmica i vidre), de la fabricació de productes metàl·lics i de la fabricació de mobles, és a dir, sectors més o menys associats també a aquesta menor rellevància de la construcció.

En balanç, l'anàlisi per diferents sectors i per diferents períodes en el temps ens permet concloure que els sectors que es mostren ara més dinàmics no són solament els directament afectats per les conseqüències de la pandèmia (l'hoteleria, l'oci o les activitats sanitàries), sinó que també són els que més pes havien guanyat en la dècada anterior, tendències que, en la majoria de casos, s'han accentuat amb la nova normalitat postpandèmia: l'auge del comerç *online*, una major penetració del teletreball i l'envelliment de la població.

Pedro Álvarez Ondina

Espanya: diferència en el pes sobre el total d'afiliats a la Seguretat Social

(p. p.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Inclusió, Seguretat Social i Migracions.*

1. Per al 2022, s'utilitzen les dades acumulades disponibles fins al novembre. A més a més, s'exclouen de l'anàlisi les seccions d'organisme extraterritorials, les indústries extractives, els subministraments d'energia, gas, vapor i aire condicionat, els subministraments d'aigua i l'activitat de les llars com a ocupadores, ja que tenen un pes modest en el total d'afiliats i amb prou feines han patit canvis de rellevància en l'última dècada.
2. Segons les dades de professorat i d'altre personal als centres docents d'educació no universitària del Ministeri d'Educació i Formació Professional, el personal a l'educació privada va augmentar el 19% entre el 2009-2010 i el 2019-2020, en relació amb l'augment del 5% registrat a l'educació pública.

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	09/22	10/22	11/22
Indústria									
Índex de producció industrial	–9,5	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	3,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	–5,2	–5,2	–4,0	–7,7
PMI de manufactures *(valor)*	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	49,0	44,7	45,7
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	8,7	5,6	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	23,0	20,1	...	...
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	208,4	167,2	...
PMI de serveis *(valor)*	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	48,5	49,7	51,2
Consum									
Vendes comerç al detall	–7,1	5,1	0,6	0,4	1,2	0,0	0,4	1,0	...
Matriculacions d'automòbils	–29,3	158,0	–17,1	–7,5	–10,3	3,1	12,7	11,7	10,3
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–22,7	–12,8	–13,1	–17,6	–26,4	–33,0	–32,7	–31,6	–28,7
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	3,3	3,0	2,7
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	09/22	10/22	11/22
General	–0,3	3,1	5,8	7,9	9,1	10,1	8,9	7,3	6,8
Subjacent	0,7	0,8	1,7	3,0	4,9	6,2	6,2	6,2	6,3

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	09/22	10/22	11/22
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	23,3	23,3	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	38,1	38,1	...	...
Saldo corrent	**6,8**	**11,5**	**11,5**	**8,5**	**9,6**	**6,7**	**6,7**	...	...
Béns i serveis	16,3	17,9	17,9	14,2	16,2	15,1	15,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	–9,5	–6,4	–6,4	–5,7	–6,7	–8,5	–8,5	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**11,9**	**22,4**	**22,4**	**19,8**	**22,5**	**19,1**	**19,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

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

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

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

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

Portugal, final d'any amb senyals mixtos

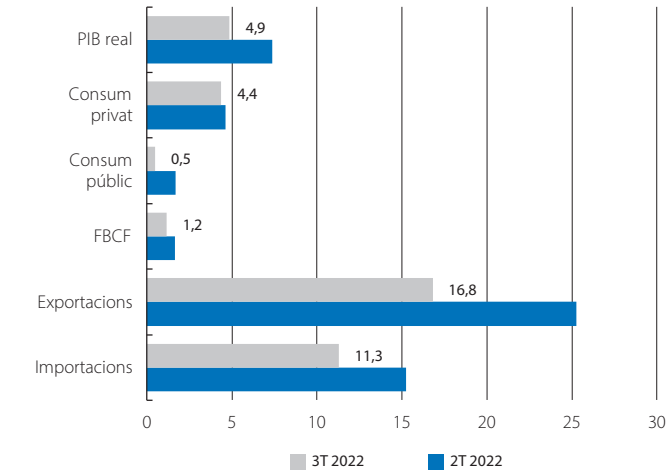
L'activitat confirma la seva solidesa en el 3T, però es perceben signes creixents de desacceleració. Es confirma un avanç del PIB en el 3T 2022 del 4,9%, amb una contribució positiva tant de la demanda interna com de l'externa, de 2,9 i de 2,0 p. p., respectivament. A curt termini, preveiem una desacceleració de l'activitat, en especial durant els mesos d'hivern, per l'impacte de l'encariment energètic i de l'augment dels costos de finançament. Aquest alentiment ja és evident en alguns indicadors, com el d'activitat diària calculat pel Banc de Portugal, que, cap a la meitat del 4T 2022, apunta a un estancament en termes interanuals. Per la seva banda, els indicadors de confiança del novembre suggereixen que les famílies mantindran un comportament prudent en les decisions de consum. No obstant això, sembla que el deteriorament de les expectatives ja ha tocat fons, i no s'observa un empitjorament addicional, com ho reflecteix la millora de l'indicador de clima econòmic al novembre, de 3 dècimes en relació amb el mes anterior.

La inflació va recular al 9,9% al novembre. La inflació portuguesa va seguir la tendència de la zona de l'euro i es va moderar al novembre, segons l'estimació preliminar de l'INE, fins al 9,9% des del 10,1%, gràcies a la correcció del component energètic (el –1,49% mensual), la qual s'explica pel comportament dels preus del petroli als mercats internacionals –el Brent es va moderar fins als 89 euros de mitjana, el 6,5% menys que a l'octubre–. No obstant això, la resta de la cistella de l'IPC està repuntant a mesura que l'encariment dels costos de producció es va transmetent als preus finals, la qual cosa es reflecteix en l'augment de la inflació subjacent. Malgrat que ens sentim còmodes amb la nostra previsió d'inflació mitjana per al 2022 (el 7,9%), considerem que encara és aviat per afirmar que hem superat el punt àlgid d'aquest cicle inflacionista.

Mercat de treball: primers signes de reculada? Segons les dades de l'INE corresponents al mes d'octubre, la població ocupada es va reduir lleugerament en termes mensuals (el –0,2%; –8.000 persones), tot i que continua augmentant en termes interanuals (el +0,7%; +36.200 persones); la taxa d'atur es va mantenir en el 6,1% per segon mes consecutiu. No obstant això, altres dades susciten més cautela: l'atur registrat a l'octubre va augmentar el 0,7% mensual, el tercer augment consecutiu. Destaca l'augment mensual de l'atur a la construcció (el +1,5%), un comportament que difereix de l'observat en els anys anteriors a la pandèmia: normalment, l'atur augmenta en aquest sector durant els mesos de desembre i de gener, a causa, possiblement, de les condicions meteorològiques, mentre que, enguany, ha augmentat al setembre i a l'octubre, quan, malgrat això, en els quatre anys anteriors a la pandèmia, l'atur al sector va anotar una reculada mitjana del 2,7% mensual a l'octubre. Un comportament similar s'observa a les activitats immobiliàries, administratives i de serveis auxiliars (el +1% vs. el –0,9% de mitjana en els quatre anys anteriors a la pandèmia). Aquests comportaments estarien reflectint els primers signes de desacceleració econòmica, arran de la crisi energètica, de l'enduriment de les condicions financeres i de la incertesa elevada.

Portugal: PIB i components de la demanda

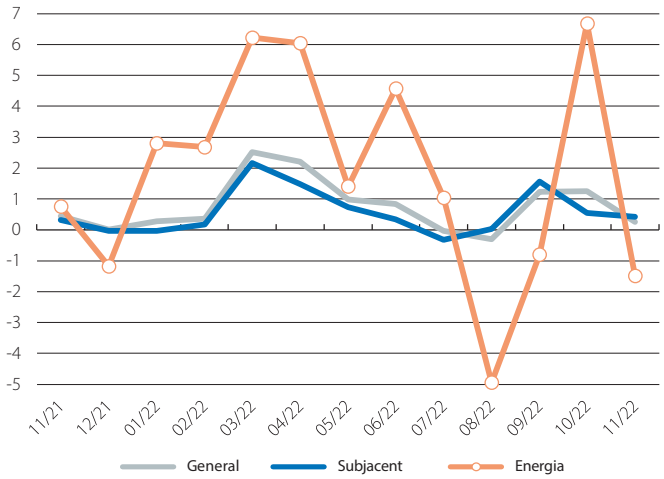
Variació interanual (%)



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

Portugal: IPC

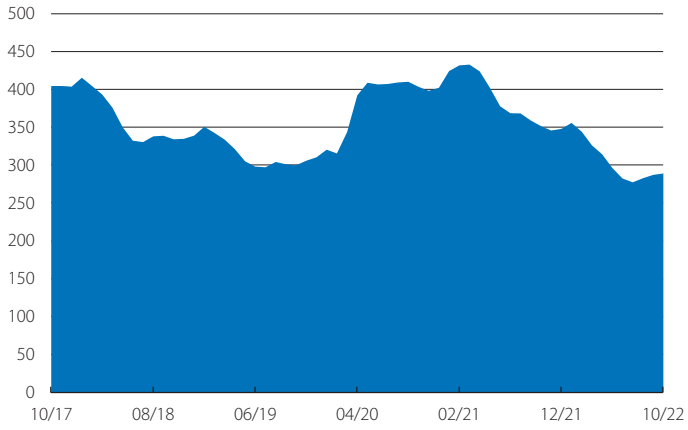
Variació mensual (%)



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.*

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	09/22	10/22	11/22
Índex coincident d'activitat	–5,3	3,5	6,5	7,3	7,0	6,0	5,7	5,4	...
Indústria									
Índex de producció industrial	–6,9	4,5	–1,5	–2,1	2,0	2,1	0,9	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–15,3	–5,3	–1,4	–0,1	–2,3	–4,7	–5,4	–6,3	–6,6
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	0,7	13,5	–6,9	45,6	–22,9	6,0	10,8	...	...
Compravenda d'habitatges	–11,2	20,5	17,2	25,8	4,5	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,3	8,6	11,0	11,5	14,2	15,8	15,6	13,5	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	–76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	244,4	244,4	199,7	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	–19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	14,4	11,1	7,6
Consum									
Vendes comerç al detall	–3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	3,3	2,5	1,1	...
Indicador coincident del consum privat	–6,2	4,9	7,6	7,1	5,7	3,5	2,9	2,4	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–22,4	–17,2	–13,5	–19,3	–30,5	–31,8	–32,7	–35,2	–37,7
Mercat de treball									
Població ocupada	–1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	1,1	1,1	0,8	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	5,8	6,1	6,1	...
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	09/22	10/22	11/22
General	0,0	1,3	2,4	4,3	8,0	9,1	9,3	10,1	9,9
Subjacent	0,0	0,8	1,5	3,1	5,5	6,5	6,9	7,1	7,2

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	09/22	10/22	11/22
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	22,8	22,8	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	–14,8	22,0	22,0	33,3	31,5	35,0	35,0	...	...
Saldo corrent	**–2,1**	**–2,5**	**–2,5**	**–4,3**	**–4,7**	**–4,3**	**–4,3**	**...**	**...**
Béns i serveis	–3,9	–5,7	–5,7	–6,9	–6,4	–5,1	–5,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	0,8	0,8	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**–0,1**	**1,2**	**1,2**	**–0,8**	**–1,3**	**–2,1**	**–2,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	7,8	7,8	8,0	...
A la vista i estalvi	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	11,2	11,2	10,8	...
A termini i preavís	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	3,3	4,4	...
Dipòsits d'AP	–21,0	–4,1	–4,1	9,8	8,5	–0,1	–0,1	4,8	...
TOTAL	**8,9**	**9,0**	**9,0**	**8,9**	**8,2**	**7,5**	**7,5**	**7,9**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	4,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,0	2,0	1,8	...
Empreses no financeres	10,5	2,2	2,2	1,2	1,0	–0,1	–0,1	–0,4	...
Llars - habitatges	2,1	3,3	3,3	3,0	3,8	3,3	3,3	3,1	...
Llars - altres finalitats	–1,1	3,1	3,1	6,4	3,3	3,2	3,2	3,0	...
Administracions públiques	–4,2	3,8	3,8	5,3	–1,3	–1,5	–1,5	0,6	...
TOTAL	**4,2**	**2,9**	**2,9**	**2,8**	**2,5**	**1,9**	**1,9**	**1,7**	**...**
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.*

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:

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2022
© Banco BPI, 2022

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXT
Paper procedent de fonts responsables
FSC® C015618