IM02

INFORME MENSUAL
NÚMERO 475 | FEBRER 2023

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Energia: el 2022 ha quedat enrere, el 2023 serà tan convuls?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Europa es beneficia d'un hivern relativament suau

ECONOMIA ESPANYOLA
Milloren les perspectives per a l'economia espanyola

DOSSIER: ESPECIAL INFLACIÓ: HA ARRIBAT PER QUEDAR-SE?

Baixarà la inflació? Les grans tendències per al 2023

Com evolucionarà la inflació a llarg termini? Un enfocament global

Determinants de la inflació espanyola el 2023: efectes indirectes i aliments

L'efecte dels preus d'importació sobre la inflació a Espanya

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Febrer 2023

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*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

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:
3 de febrer de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Energia: el 2022 ha quedat enrere, el 2023 serà tan convuls?*
Beatriz Villafranca

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Europa es beneficia d'un hivern relativament suau*
Rita Sánchez Soliva

16 *EUA: aterra com puguis*
Ricard Murillo Gili

20 ECONOMIA ESPANYOLA

22 *Milloren les perspectives per a l'economia espanyola*
Oriol Carreras Baquer

24 *L'estratègia del Tresor després del replegament del BCE*
Javier Garcia-Arenas

26 *El dèficit comercial energètic d'Espanya en xifres*
Jaume Servert Banegas i Javier Ibáñez de Aldecoa

28 *L'estalvi i la riquesa financera de les llars espanyoles disminueixen*
Sergio Díaz i Javier Garcia-Arenas

31 ECONOMIA PORTUGUESA

33 DOSSIER: ESPECIAL INFLACIÓ: HA ARRIBAT PER QUEDAR-SE?

33 *Baixarà la inflació? Les grans tendències per al 2023*
Ricard Murillo Gili

35 *Com evolucionarà la inflació a llarg termini? Un enfocament global*
Javier Garcia-Arenas

37 *Determinants de la inflació espanyola el 2023: efectes indirectes i aliments*
Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

39 *L'efecte dels preus d'importació sobre la inflació a Espanya*
Jaume Servert Banegas i Javier Ibáñez de Aldecoa

Mercats financers *versus* bancs centrals: una visió diferent?

Les dades de creixement de l'últim trimestre del 2022 han confirmat la intensa i esperada desacceleració de l'activitat mundial provocada pels efectes de les pujades dels preus energètics i per l'enduriment de la política monetària. No obstant això, aquest intens ajust a la baixa del cicle de negocis, lluny de suscitar correccions en els preus dels actius financers, està coincidint amb revaloracions pròximes als dos dígits dels mercats borsaris des de l'inici de l'any i amb caigudes acumulades de les rendibilitats a llarg termini del deute públic pròximes als 50 p. b. L'augment de l'apetència pel risc es produeix en anticipar els inversors que anem deixant enrere els pitjors escenaris econòmics dibuixats després de l'estiu (estagflació global), a mesura que es van reduint els desequilibris entre oferta i demanda i que es van corregint de forma gradual les pressions inflacionistes.

La conclusió és que la part més àrdua del treball dels bancs centrals estaria molt avançada, un cop la demanda interna ja reflecteix els efectes de les pujades dels tipus d'interès. El problema és que els mercats ja estan descomptant, potser de manera precipitada, un gir imminent de la política monetària, ja que confien en un canvi ràpid d'orientació dels components més tendencials de les cistelles de preus de consum. I el relaxament de les condicions financeres provocat per aquest moviment de *risk on* no afavoreix el pols que mantenen les autoritats monetàries contra la inflació. Ara com ara, la política de comunicació està intentant frenar amb poc èxit aquestes expectatives d'un pivot en els tipus d'interès (com ho va posar de manifest la caiguda històrica diària de rendibilitats a Europa després de l'última pujada de 50 p. b. en els tipus oficials). El propòsit dels bancs centrals és intentar limitar un repunt de la inestabilitat financera en cas de noves sorpreses alcistes en els preus.

Aquest joc entre inversors i bancs centrals determinarà el comportament dels actius financers el 2023, en un context econòmic subjecte a una volatilitat i a una incertesa encara elevades. Sobretot, quan, a més dels riscos ja coneguts (inflació, guerra d'Ucraïna o la Xina), en considerem d'altres que ja apareixen a l'horitzó, com el sostre de deute als EUA o els efectes que els canvis en la política monetària del Japó poden ocasionar sobre les tinences de bons internacionals dels inversors japonesos. Per tant, sembla massa prematur comprar un escenari d'aterratge suau que permeti als bancs centrals reduir ràpidament els tipus d'interès i mantenir sense ensurts les tendències dels mercats financers de l'inici d'enguany.

La part positiva és que el favorable (i inesperat) efecte riquesa de les primeres setmanes de l'any s'uneix a la solidesa que continuen mostrant la major part de mercats laborals (mínims de 53 anys en la taxa d'atur als EUA), a la fortalesa dels balanços del sector privat (amb un estalvi important encara atresorat per les famílies als EUA o a la Xina), a la millora de les expectatives de les llars i de les empreses des del novembre i, sobretot, al bon comportament de l'escenari energètic en els últims mesos. Tot plegat s'està traduint en una revisió a l'alça generalitzada de les previsions d'activitat, quan tots pensàvem que aquest hivern podria propiciar justament un moviment invers. En el nostre cas, hem augmentat la previsió de creixement mitjà per a la zona de l'euro el 2023 del 0,2% al 0,5%, la qual cosa implica millores per a països tan importants com Alemanya (del –0,2% al 0%), Itàlia (del –0,2% al 0,5%) o Espanya (de l'1% a l'1,3%). D'aquesta manera, ens allunyem dels escenaris que comporten destrucció d'ocupació, tot i que les previsions continuaran subjectes a una elevada imprevisibilitat, la qual cosa reflecteix que som en un any de transició en què s'han de sedimentar les condicions per al retorn a una certa normalitat a partir del 2024. Per tant, canviem les previsions, però no la narrativa, perquè, a curt termini, continuarem encarats a un escenari molt complex, amb més preguntes que respostes sobre els canvis que està afrontant l'entorn econòmic. I, malgrat que cal valorar de forma positiva la millora del sentiment dels inversors, només es veurà confirmada per un ajust a la baixa de la inflació que s'estengui a la majoria dels components de la cistella, i per arribar aquí segurament necessitarem temps i paciència.

José Ramón Díez
Febrer 2023

Cronologia

GENER 2023

1 Croàcia entra a la zona de l'euro i a l'espai Schengen.
8 La Xina reobre les fronteres als viatgers estrangers després de tres anys.

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.

DESEMBRE 2022

14 La Fed apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b.
15 El BCE apuja els tipus d'interès oficials en 50 p. b. i anuncia que reduirà les reinversions de l'APP.

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.

Agenda

FEBRER 2023

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
8 Portugal: ocupació i atur (4T).
9 Portugal: xifra de negocis a la indústria i als serveis (desembre).
10 Portugal: costos laborals (febrer).
14 Japó: PIB (4T).
16 Espanya: comerç exterior (desembre).
24 Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
27 Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (febrer).
28 Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).
Portugal: avanç de l'IPC (febrer).

MARÇ 2023

2 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (febrer).
10 Portugal: ràting S&P.
16 Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (4T).
Portugal: preus de la producció industrial (febrer).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
17 Espanya: ràting S&P.
21-22 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
22 Portugal: preus de l'habitatge (4T).
23 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
23-24 Consell Europeu.
24 Espanya: PIB 4T (2a estimació).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (4T).
Portugal: principals agregats de les AP (2022).
30 Espanya: avanç de l'IPC (març).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (març).
Portugal: ràtio NPL.
31 Espanya: taxa d'estalvi de les llars (4T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (febrer).
Portugal: avanç de l'IPC (març).

Les tres claus del nou escenari de l'economia espanyola

L'economia espanyola continua immersa en un context advers, marcat per la incertesa geopolítica, per l'elevada inflació i per l'augment dels tipus d'interès, la qual cosa en limita la capacitat de creixement. Malgrat això, en els últims mesos, ha estat capaç d'esquivar les adversitats millor del que s'esperava. A més a més, la moderació recent dels preus de l'energia convida a pensar que la recuperació podria ser una mica més dinàmica.

Tot plegat ens porta a millorar lleugerament l'escenari econòmic previst per a enguany, amb un creixement del PIB que ara situem en l'1,3%, 0,3 p. p. per damunt de la projecció anterior. D'altra banda, emplacem la inflació en el 4,2%, una mica per sota del 4,5% previst amb anterioritat. La incertesa continua sent molt elevada, i hi ha múltiples factors que poden modificar el curs de l'economia en els propers mesos, tant de manera negativa com positiva. D'entre tots ells, en sobresurten tres: l'evolució dels preus de l'energia, la resiliència del mercat laboral i l'execució dels fons europeus NGEU.

Pel que fa a l'energia, destaca la caiguda recent del preu del gas i del petroli. A més a més, els mercats de futurs suggereixen que els preus es mantindran en cotes similars durant la resta de l'any. Si aquest escenari es confirma, la taxa d'inflació general s'allunyarà dels elevats registres de l'any passat i, més important encara, la pressió sobre els costos de producció anirà disminuint.

Com detallem al Dossier sobre la inflació que s'inclou en aquest informe, els efectes indirectes que se solen produir després d'un xoc sobre els preus de l'energia són importants i persistents. La translació de l'augment dels costos de producció als preus finals es produeix de forma gradual, de manera que la taxa d'inflació subjacent encara continuarà sent elevada enguany. Però el primer pas perquè aquest procés vagi perdent embranzida passa per la moderació dels preus de l'energia.

La contenció de les pressions inflacionistes al llarg de l'any també facilitarà que el BCE deixi d'apujar els tipus d'interès el 2023. La conjunció d'aquests dos factors és de summa importància perquè les llars puguin mantenir el consum i perquè les empreses puguin dur a terme els plans d'inversió en un moment de transformació econòmica tan rellevant.

La segona clau de l'escenari de previsions és la resiliència del mercat laboral. Fins avui, l'evolució de l'ocupació ha sorprès positivament, tant per la quantitat de llocs de treball creats com per la reducció de la temporalitat. Això també ha ajudat a sostenir el consum. De manera directa, perquè els ingressos del conjunt de les llars espanyoles augmenten quan hi ha més persones ocupades. I, a més a més, perquè, quan es crea ocupació en el conjunt de l'economia, es contenen els temors que cadascú sent de perdre la feina, quelcom especialment rellevant en el difícil context actual. En crisis anteriors, en què l'atur solia repuntar ràpidament, les llars reaccionaven augmentant els seus estalvis per motius de precaució, la qual cosa accentuava la feblesa del consum.

El mercat laboral sol reaccionar amb un cert retard als canvis en l'entorn macroeconòmic, de manera que és d'esperar que, en els propers mesos, el ritme de creació d'ocupació perdi força. De tota manera, no esperem que la taxa d'atur arribi a repuntar: en concret, la situem en el 12,8% en el conjunt del 2023, una mica per sota de la previsió anterior i en un nivell molt similar al registrat el 2022.

Finalment, també cal assenyalar la rellevància que tindrà l'execució dels fons europeus NGEU al llarg d'enguany. Tot i que és cert que, inicialment, la implementació d'aquest programa va ser una mica més lenta del que es preveia, les últimes dades mostren un major dinamisme. Així, si el ritme d'execució assolit al llarg de la segona meitat del 2022 es manté, els fons NGEU podrien contribuir al voltant d'1 p. p. al creixement del PIB el 2023.

L'execució dels fons NGEU hauria d'accelerar el procés de transformació de l'economia espanyola i hauria de millorar la digitalització de les empreses i fer el procés productiu més respectuós amb el medi ambient. A més a més, també hauria de facilitar que prossegueixi l'ajust dels comptes públics. Aquest aspecte guanya rellevància ara que el BCE anirà reduint les tinences de deute públic i amb la pròxima aprovació d'un nou marc de regles fiscals a la UE.

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	5,00	3,75
Líbor 3 mesos	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	4,75	3,50
Líbor 12 mesos	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Deute públic 2 anys	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,00	2,80
Deute públic 10 anys	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	2,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	–0,50	–0,50	1,77	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,00	3,00
€STR	–	–0,54	–0,56	–0,58	1,57	3,41	2,48
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	–0,56	–0,60	1,72	3,36	2,42
Euríbor 3 mesos	3,24	0,65	–0,54	–0,58	2,06	3,31	2,35
Euríbor 6 mesos	3,29	0,78	–0,52	–0,55	2,56	3,38	2,46
Euríbor 12 mesos	3,40	0,96	–0,50	–0,50	3,02	3,44	2,56
Alemanya							
Deute públic 2 anys	3,41	0,35	–0,73	–0,69	2,37	3,20	2,50
Deute públic 10 anys	4,31	1,54	–0,57	–0,31	2,13	3,00	2,80
Espanya							
Deute públic 3 anys	3,62	1,69	–0,57	–0,45	2,66	3,23	2,93
Deute públic 5 anys	3,91	2,19	–0,41	–0,25	2,73	3,38	3,15
Deute públic 10 anys	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	4,10	3,80
Prima de risc	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Deute públic 3 anys	3,68	3,33	–0,61	–0,64	2,45	3,46	3,20
Deute públic 5 anys	3,96	3,94	–0,45	–0,35	2,53	3,57	3,38
Deute públic 10 anys	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	4,05	3,80
Prima de risc	19	314	60	65	97	105	100
TIPUS DE CANVI							
EUR/USD (dòlars per euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,10	1,15
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	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,1	69,8

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	2,1	0,9	1,4
Zona de l'euro	2,2	0,8	–6,3	5,3	3,5	0,5	1,6
Alemanya	1,6	1,2	–4,1	2,6	1,9	0,0	1,4
França	2,2	1,0	–7,9	6,8	2,6	0,3	1,4
Itàlia	1,5	–0,3	–9,1	6,7	3,9	0,5	1,1
Portugal	1,5	0,5	–8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
Espanya	3,7	0,6	–11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Japó	1,4	0,4	–4,5	2,1	1,2	1,3	1,1
Regne Unit	2,6	1,3	–11,0	7,6	3,9	–1,7	–0,9
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	8,4	3,0	5,2	5,1
Índia	7,2	6,8	–6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	–3,3	5,0	1,8	0,9	1,8
Mèxic	2,4	1,9	–8,0	4,7	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	3,7	–2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
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	4,1	2,7
Zona de l'euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemanya	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,9	3,0
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,3	2,6
Itàlia	2,4	1,4	–0,1	1,9	8,7	5,9	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Espanya	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Japó	–0,3	0,4	0,0	–0,2	2,5	2,3	0,9
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	5,7	2,9
Països emergents	*6,7*	*5,6*	*5,1*	*5,9*	*9,7*	*7,4*	*5,6*
Xina	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	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	9,3	5,1	4,0
Mèxic	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	36,4	29,0
Polònia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,9	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	4,4	1,2	2,3
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,9	1,0	0,5
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,3	1,5	2,5
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	3,8	0,4	3,3
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,2	2,0	2,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,9	–0,3	–4,5	4,9	2,8	1,2	1,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,9	2,4	2,0
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,7	2,3	2,0
Producte interior brut	**3,7**	**0,6**	**–11,3**	**5,5**	**5,5**	**1,3**	**1,9**
Altres variables							
Ocupació	3,2	–0,4	–6,8	6,6	3,8	1,1	1,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,8	12,4
Índex de preus de consum	3,2	1,3	–0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Costos laborals unitaris	3,0	0,6	7,7	0,3	0,5	3,6	2,5
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,3	0,3	1,0
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]	0,4	–6,5	–10,3	–6,9	–4,0	–4,0	–3,3

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	5,9	0,9	0,9
Consum de les AP	2,3	–0,3	0,4	4,6	2,1	1,0	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	1,3	2,5	8,2
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	4,5	1,1	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	–18,8	13,5	17,1	4,3	6,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	–11,8	13,3	10,8	4,5	6,3
Producte interior brut	**1,5**	**0,5**	**–8,3**	**5,5**	**6,7**	**1,0**	**2,1**
Altres variables							
Ocupació	0,4	–0,5	–1,9	2,7	2,0	0,1	0,4
Taxa d'atur (% pobl. activa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,4	6,1
Índex de preus de consum	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Saldo op. corrents (% PIB)	–9,2	–2,9	–1,2	–1,1	–1,5	–1,0	–0,3
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	0,6	–0,7	1,3	1,6
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–1,1	–0,9	–0,8

Previsions

Bon inici d'any als mercats financers

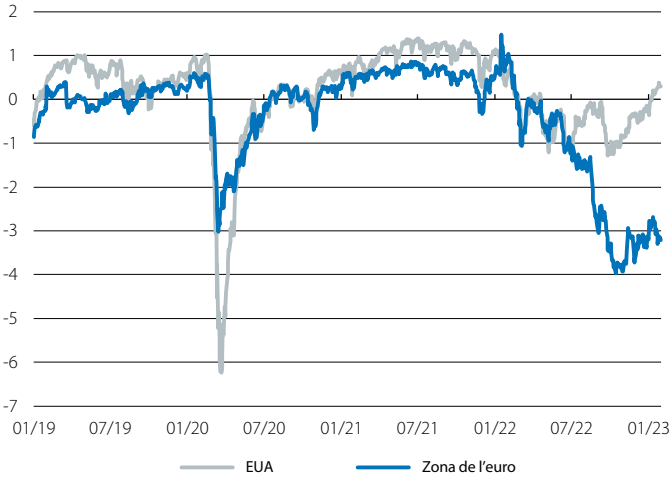
(Des)tensionament en les condicions financeres mundials. Els inversors van donar la benvinguda al nou any amb més apetència pel risc i van escurçar les pèrdues registrades al llarg del tumultuós 2022. Entre els principals motius que expliquen aquest optimisme, destaca la major confiança inversora que el pitjor del xoc inflacionista ha quedat probablement enrere, gràcies a la millora en els colls d'ampolla globals i a l'estabilització als mercats energètics. Aquests factors s'han materialitzat en una moderació de la inflació general a les principals economies, malgrat la major persistència en els components subjacents. En aquest context, els inversors aposten perquè els bancs centrals probablement podran culminar les pujades de tipus oficials en els propers mesos i perquè, al seu torn, l'enduriment monetari no conduirà a un escenari de recessió econòmica mundial –o, si més no, que si es dona serà curta i no profunda. L'optimisme s'ha reflectit en avanços generalitzats als mercats de renda fixa i de renda variable, la qual cosa ha permès un relaxament important dels índexs de condicions financeres i una certa contenció en les mètriques de volatilitat.

Els bancs centrals mantenen el curs, amb el BCE al capdavant. L'entusiasme que es percep als mercats contrasta amb els missatges dels bancs centrals, que s'han mostrat ferms en la seva retòrica de continuar endurint la política monetària. En aquest sentit, a la reunió del començament de febrer, el BCE va tornar a anunciar una pujada dels tipus oficials de 50 p. b. (*depo* en el 2,50% i *refi* en el 3,0%) i, a més a més, va destacar la seva intenció d'ajustar-los a un mateix ritme al març. També va confirmar el pla ja anunciat al desembre per a la reducció gradual de la cartera de bons en el seu programa d'actius APP a partir del març (a un ritme inicial de 15.000 milions mensuals). Per la seva banda, la Reserva Federal va aprovar una pujada de 25 p. b., fins a l'interval 4,50%-4,75%, i va reiterar que seran necessaris ajustos addicionals, tot i que va donar senyals que el final del cicle de pujades s'apropa. Als mercats monetaris, els inversors cotitzen que tant el BCE com la Fed assoliran el pic en els tipus en els propers mesos, amb pujades acumulades properes als 100 p. b., fins al 3,5%, a la zona de l'euro, i als 25 p. b., fins al rang 4,75%- 5,00%, als EUA. L'inici de les baixades de tipus es cotitza enguany per a la Fed i al començament del 2024 per al BCE.

L'euro es consolida en relació amb el dòlar. Altres bancs centrals, entre els quals destaquem el Banc d'Anglaterra (+50 p. b., fins al 4,0%) i el Banc del Canadà (+25 p. b., fins al 4,5%), també van aprovar una nova ronda de pujades de tipus. El Banc de Canadà va sorprendre en assenyalar que, en absència de nous xocs, no realitzarà increments addicionals. Per la seva banda, el Banc del Japó va mantenir sense canvis tant els tipus oficials com els paràmetres de la seva política de control de la corba de tipus sobirans, anuncis que van comportar una depreciació del ien i una caiguda de la rendibilitat del deute públic. Mentrestant, en el context d'enduriment de la narrativa *hawkish* per part del BCE, esmentat més amunt, l'euro va consolidar el seu avanç en relació amb el dòlar i va arribar a cotitzar prop de

Condicions financeres

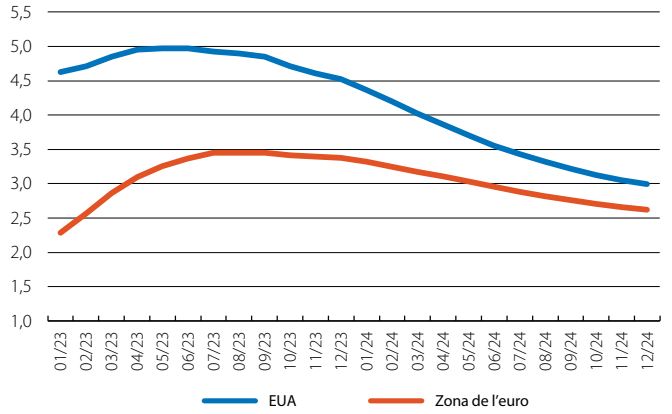
Índex (0 = mitjana històrica)



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

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

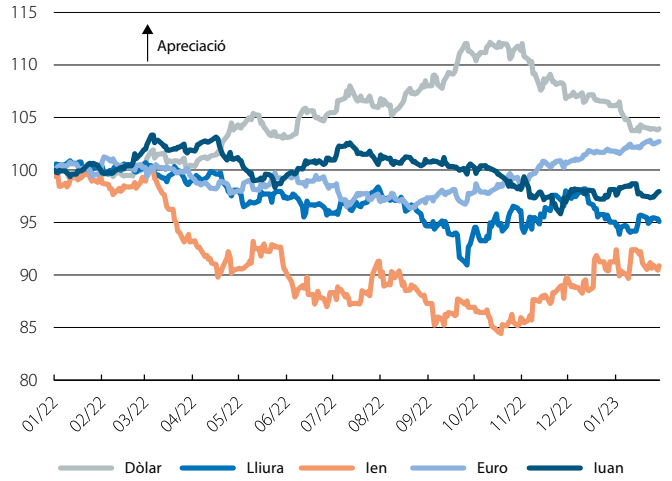
(%)



Nota: Forwards *sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat a 31 de gener del 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises: tipus de canvi nominal efectiu

Índex (100 = gener 2022)



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

l'1,10, nivell màxim des de la primavera del 2020. En canvi, el dòlar es va afeblir en relació amb la majoria de divises, tant en altres països avançats com als principals mercats emergents; al gener, el tipus de canvi nominal efectiu del dòlar es va afeblir l'1%, després de la depreciació del 9% ja acumulada durant el 4T 2022.

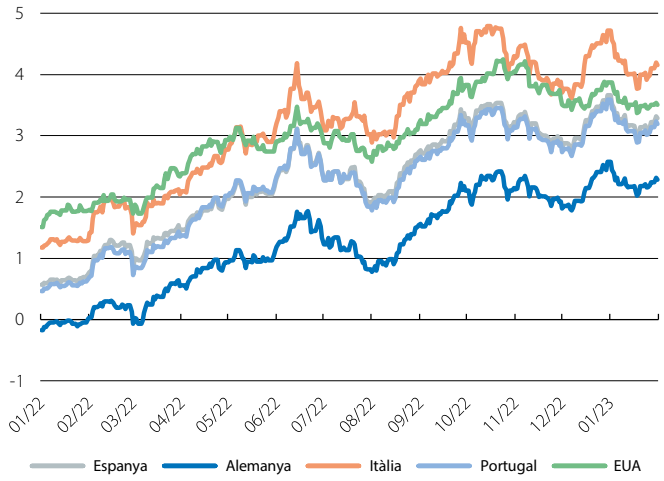
El preu del paper públic també inicia l'any en verd. Al mercat de bons públics, al gener, la rendibilitat del deute sobirà va registrar un descens proper als 30 p. b., tant a Europa (el bo a 10 anys alemany es va situar en el 2,3%) com als EUA (el 3,5% per al bo a 10 anys). No obstant això, les corbes sobiranes s'han mantingut invertides en diversos trams als principals països de referència, la qual cosa alerta del risc d'una possible recessió. Per la seva banda, les primes de risc dels països perifèrics de la zona de l'euro es van escurçar (en relació amb Alemanya, en –10 p. b. tant a Espanya com a Portugal), i, ara com ara, no sembla que mostrin un impacte substancial del pla de *Quantitative Tightening* anunciat pel BCE. Les primes de risc també han trobat suport en la possibilitat d'un acord a la UE per a la creació d'un mecanisme finançat amb deute comunitari que afronti les subvencions previstes als EUA (*Inflation Reduction Act*). Mentrestant, la presidenta del Tresor nord-americà, Janet Yellen, va comunicar al Congrés que el sostre de deute es va assolir el 19 de gener i, malgrat que no s'ha vist gaire reacció als mercats, va alertar que mesures extraordinàries, algunes ja posades en marxa, podrien mantenir la capacitat de finançament fins al juny.

Guanys generalitzats a les borses internacionals. Els índexs borsaris van arrencar l'any amb un ascens acumulat al gener del 6% als EUA (S&P 500), del 10% a Europa (Euro Stoxx 50) i del 8% per a l'agregat d'emergents. Es tracta del millor inici d'any per a les borses internacionals des del 2019, segons l'agregat MSCI global; a Europa, l'avanç és el més intens en un mes de gener en els 40 últims anys. Al to feble en les previsions de beneficis empresarials, durant la temporada de resultats del 4T 2022, s'han contraposat les perspectives positives en l'economia global, el procés de reobertura de la Xina i la millora en el sentiment econòmic, principalment a Europa. Als mercats emergents, l'avanç a les borses es beneficia, també, de la millora en els fluxos de capitals cap a aquestes economies i del ja esmentat afebliment del dòlar.

Estabilització en els preus de les primeres matèries, llevat dels metalls. Pel que fa a les *commodities*, ha sorprès la correcció en els preus del gas, que, malgrat que es van continuar cotitzant en nivells històricament elevats, s'han estabilitzat en els mínims des de la invasió de Rússia a Ucraïna i esvaeixen els riscos de racionament dels subministraments (vegeu el Focus «Energia: el 2022 ha quedat enrere, el 2023 serà tan convuls?», en aquest mateix informe). Per la seva banda, el preu del petroli Brent ha fluctuat al voltant dels 85 dòlars per barril, en un context, d'una banda, de revisions a l'alça en les previsions de demanda i, de l'altra, d'una major acumulació de reserves als EUA. L'OPEP+ també ha donat senyals que no es planteja retallades de producció a curt termini, mentre espera el procés de reobertura a la Xina. Aquest últim factor, però, sí que ha exercit pressió a l'alça sobre els preus dels metalls industrials, mentre que els preus dels aliments s'han mantingut en cotes elevades.

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

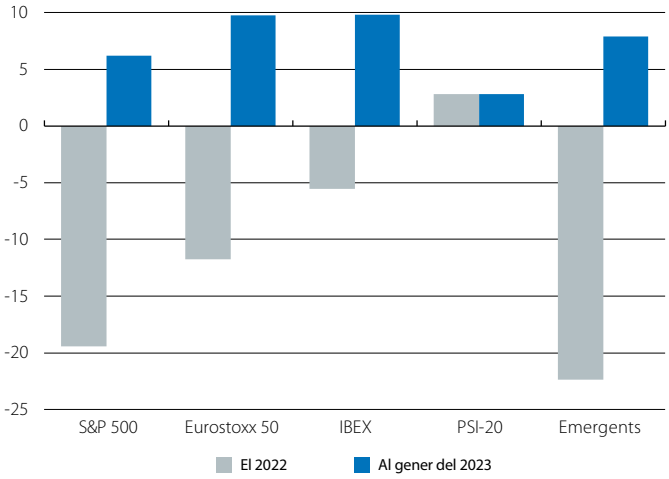
(%)



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

Variació als principals índexs borsaris

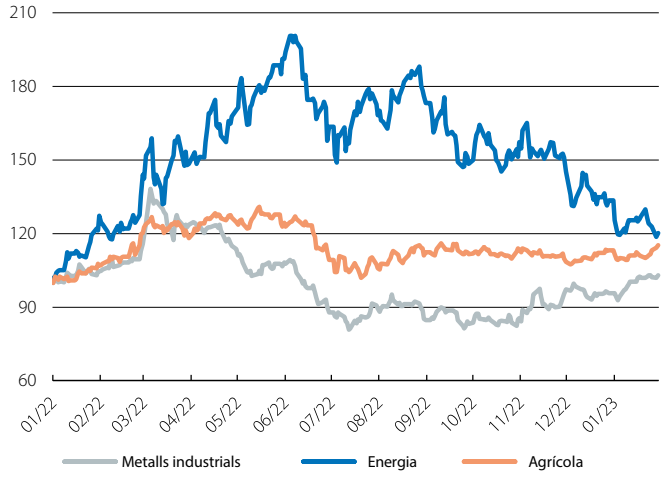
(%)



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

Preus de les primeres matèries

Índex (100 = gener 2022)



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

Energia: el 2022 ha quedat enrere, el 2023 serà tan convuls?

El 2022, els preus de les primeres matèries energètiques van oscil·lar de forma notable. La guerra entre Rússia i Ucraïna, actors clau en l'oferta d'aquestes *commodities*, va desencadenar una alça molt rellevant dels preus del cru i del gas natural, en especial a Europa. No obstant això, en els últims mesos, s'ha produït una distensió significativa dels preus energètics des dels pics observats a l'agost. Diferents factors han contribuït a aquesta millora. D'una banda, l'elevat nivell de reserves de gas natural assolit a Europa, l'esforç dels governs, de les indústries i de les llars per reduir el consum i un hivern més temperat de l'habitual han propiciat que els preus del gas natural europeu (el TTF holandès) hagin reculat més del 80% des de l'estiu. De l'altra, arran d'unes perspectives de creixement moderat a la Xina, el preu del petroli s'ha estabilitzat.

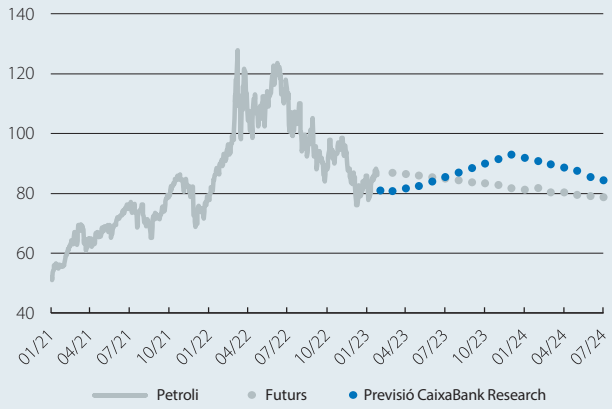
Amb tot això damunt la taula, tant els preus dels futurs com les previsions de la majoria d'analistes del sector coincideixen a l'hora de reflectir uns preus energètics, per als 12 propers mesos, més favorables per al creixement econòmic. Atesa aquesta consideració, i tenint en compte la relativa millora del sentiment dels inversors sobre l'evolució d'aquestes primeres matèries, hem revisat les nostres previsions del petroli i del gas natural europeu per als propers trimestres.

La reobertura de la Xina serà clau per al petroli

La moderació de l'activitat industrial a nivell mundial i un hivern menys fred de l'habitual a Europa van provocar que, en el 4T 2022, el descens de la demanda de cru[1] superés el milió de barrils diaris (b/d). Durant aquest període, i malgrat la reducció de l'oferta per part de l'OPEP i dels seus aliats,[2] es va registrar un superàvit de les existències de cru, pròxim als 80.000 b/d, la qual cosa va facilitar l'abaratiment del barril de Brent al final del 2022 fins al preu més baix en 12 mesos (76 dòlars).

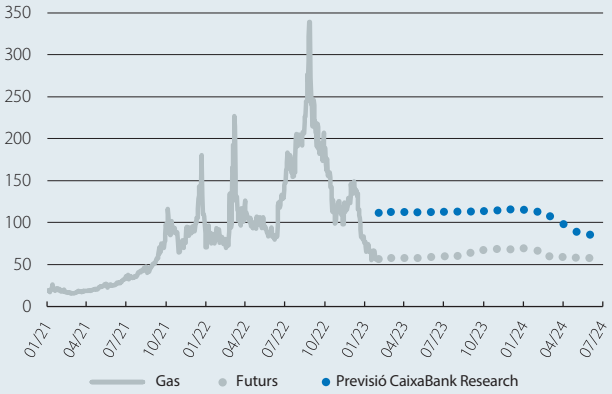
Per al 2023, en un context en què l'economia mundial hauria d'anar de menys a més, creiem que la demanda de cru mundial es recuperarà i que ho farà amb més incidència durant la segona meitat de l'any. El procés de reobertura econòmica de la Xina, malgrat la incertesa sobre la seva velocitat i forma, tindrà un paper clau en aquest ascens. La IEA i l'OPEP coincideixen a l'hora d'estimar que la demanda de cru mundial assolirà el 2023 el seu màxim històric (101,7 milions de b/d), el 2% superior al nivell de l'any anterior, i que gairebé la meitat d'aquest increment serà degut a la reobertura de la Xina. Tot i que l'equilibri entre la demanda i l'oferta es mantindrà, probablement, durant els dos primers trimestres de l'any, la dinamització del consum durant la segona meitat de l'any podria pressionar els preus a l'alça si l'oferta no reacciona de forma suficient. La flexibilitat limitada de l'OPEP per acordar increments en la producció i la reducció de les exportacions de petroli de Rússia[3] (tercer productor mundial, rere els EUA i l'Aràbia Saudita) es plantegen com els principals obstacles en aquest sentit. A més d'aquests factors, la recuperació gradual de l'escenari econòmic hauria d'anar acompanyada del relaxament de la fortalesa del dòlar nord-americà i

Preu del petroli Brent
($/barril)



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

Preu del gas natural *
(€/MWh)



Nota: ** TTF, preu del gas natural de referència a Europa.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. Segons les dades de l'Agència Internacional d'Energia (IEA, per les sigles en anglès), en el 4T 2022, la demanda de cru va caure, en termes interanuals, 910.000 b/d als països de l'OCDE i 130.000 b/d de a la Xina.
2. L'OPEP i els seus aliats van acordar la retallada de l'oferta neta en 2 milions de b/d, des de la producció objectiu de 33 milions de b/d, a partir del novembre del 2022.
3. Els principals organismes internacionals subratllen que, malgrat l'alt grau d'incertesa sobre les perspectives, amb l'entrada en vigor de l'embargament de la UE a les exportacions de cru rus i amb el topall del preu de 60 dòlars imposat al barril dels Urals pel G-7 el 5 de desembre, les exportacions russes de cru a la resta del món es podrien reduir el 20%.

d'una major apetència pel risc dels inversors, aspectes que acostumen a afegir pressió a l'alça sobre els preus.

D'acord amb aquests aspectes, estimem que el preu del barril de Brent podria recórrer una senda que aniria de menys a més durant l'any i que podria superar els 90 dòlars al desembre (mitjana per al 2023 de 86 dòlars).

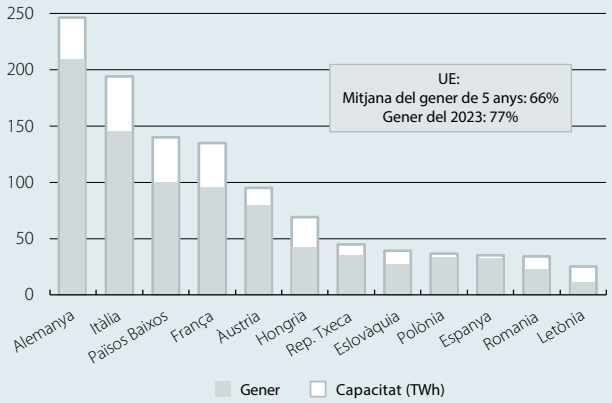
El preu del gas natural es modera, però la incertesa persisteix

A l'estiu, la suspensió del subministrament de gas natural rus cap a Europa a través de Nord Stream 1 va provocar el repunt dels preus del TTF holandès (principal indicador de referència a Europa) fins a nivells rècord (339 euros/MWh) i, a més a més, va detonar les alertes sobre el risc d'un hivern marcat per les apagades i per les restriccions d'energia al Vell Continent.

Afortunadament, els pitjors auguris no s'han materialitzat i els preus han reculat el 80% des del màxim de l'agost. Entre els principals factors que han afavorit aquest brusc abaratiment, trobem, d'una banda, l'augment de les importacions de gas natural liquat (GNL), que va facilitar el creixement ràpid de les reserves de gas natural a gran part d'Europa, fins a un pic del 95% al començament de novembre. De l'altra, la demanda de gas europeu (per a ús industrial i de les llars) es va reduir el 12% al desembre en relació amb la mitjana dels cinc últims anys, resultat de l'optimització de l'ús energètic, de la posada en marxa de fonts d'energia renovables i nuclears i de la meteorologia més suau.

Tot plegat fa que els primers compassos del 2023 es presentin clarament més favorables del que s'esperava i que es dilueixin els escenaris més extrems. Així i tot, i malgrat la millora de la confiança entre els inversors i els governs europeus, el 2023 no deixarà de ser un any exigent. I és que el repte d'incrementar les reserves de cara al proper hivern, amb la menor contribució de Rússia,[4] serà clau en els preus del gas natural europeu. Segurament, la reducció de les importacions de Rússia es compensarà amb més compres als EUA, a Qatar, a Nigèria o a Algèria (Noruega no preveu incrementar les exportacions de manera material). Durant el segon semestre, també és previsible que la Xina augmenti la demanda de gas natural liquat, la qual cosa pressionarà a l'alça els preus. No obstant això, la contenció de la demanda europea, l'augment de la capacitat de regasificació en alguns països del nord d'Europa[5] i l'avanç en la reducció del gas natural al *mix* energètic continuaran tenint un efecte amortidor sobre els preus. De la mateixa manera, experts en el sector apunten al fet que, si l'hivern finalitza amb el nivell de reserves de gas natural per damunt del 50%, les perspectives d'aprovisionament per a l'hivern del 2023 es presentaran relativament tranquil·les.

Gas natural: nivell de reserves de gas a Europa
Capacitat (TWh)



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

Ateses aquestes consideracions, hem revisat significativament a la baixa les nostres previsions per al preu del gas natural, però mantenim una previsió (preu mitjà el 2023 de 113 euros/MWh per al TTF holandès) més conservadora que la que cotitzen els mercats en aquest inici de l'any. A més dels reptes ja comentats, cal tenir en compte que aspectes com un avançament en el procés de recuperació de l'activitat a la Xina o un augment de les restriccions en els fluxos de subministraments energètics des de Rússia, a més d'introduir noves dosis de volatilitat, podrien alimentar la pressió a l'alça en uns mercats ja prou tensionats.

Beatriz Villafranca

4. El 2022, les importacions europees de gas natural de Rússia, a través dels quatre principals gasoductes (Turkstream, Ukraine, NordStream i Yamal Europe), van ascendir a 43.700 milions de metres cúbics. El 2023, es preveu que només estaran operatius els dos primers, de manera que les importacions es podrien reduir a la meitat.

5. JP Morgan estima que, entre el 2023 i el començament del 2024, els països del nord-oest d'Europa podran arribar a incrementar la capacitat de regasificació en 37.000 milions de metres cúbics a l'any.

Tipus d'interès (%)

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	2,50	2,50	0	0,0	250,0
Euríbor 3 mesos	2,51	2,13	38	38,0	305,9
Euríbor 12 mesos	3,41	3,29	12	12,2	384,4
Deute públic a 1 any (Alemanya)	2,78	2,60	18	17,9	345,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	2,65	2,76	–11	–11,3	312,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,29	2,57	–29	–28,5	224,9
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,28	3,66	–38	–38,1	250,5
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,19	3,59	–40	–39,6	249,7
EUA					
Fed funds (límit superior)	4,50	4,50	0	0,0	425,0
Líbor 3 mesos	4,81	4,77	5	4,6	451,1
Líbor 12 mesos	5,33	5,48	–16	–15,6	439,1
Deute públic a 1 any	4,65	4,69	–3	–3,3	388,9
Deute públic a 2 anys	4,20	4,43	–22	–22,5	303,6
Deute públic a 10 anys	3,51	3,87	–37	–36,8	171,9

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

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	79	91	–11	–11,2	21,3
Itraxx Financer Sènior	88	99	–11	–10,8	22,8
Itraxx Financer Subordinat	156	172	–16	–16,2	33,2

Tipus de canvi

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,086	1,071	1,5	1,5	–3,6
EUR/JPY (iens per euro)	141,320	140,410	0,6	0,6	9,3
EUR/GBP (lliures per euro)	0,882	0,885	–0,4	–0,4	5,8
USD/JPY (iens per dòlar)	130,090	131,120	–0,8	–0,8	13,4

Primeres matèries

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	557,0	554,8	0,4	0,4	–4,9
Brent ($/barril)	84,5	85,9	–1,7	–1,7	–5,2
Or ($/unça)	1.928,4	1.824,0	5,7	5,7	7,1

Renda variable

	31-gener	31-desembre	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	4.076,6	3.839,5	6,2	6,2	–10,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.163,5	3.793,6	9,7	9,7	–1,4
Ibex 35 (Espanya)	9.034,0	8.229,1	9,8	9,8	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.886,3	5.726,1	2,8	2,8	4,6
Nikkei 225 (Japó)	27.327,1	26.094,5	4,7	4,7	0,9
MSCI emergents	1.031,5	956,4	7,9	7,9	–15,0

2023, any de digestió per a l'economia mundial

Milloren les perspectives en un entorn de feblesa. L'economia mundial encara una desacceleració el 2023, marcada per la necessitat de digerir les conseqüències de la guerra d'Ucraïna, de la inflació elevada i del consegüent enduriment monetari. Malgrat aquestes perspectives, les dades més recents aporten notícies positives: l'activitat ha resistit millor l'hivern del que s'esperava i la inflació està confirmant la seva desacceleració. El matalàs d'estalvi, la fortalesa del mercat laboral i les ajudes fiscals contra la crisi energètica han donat suport a la demanda, mentre que l'oferta s'ha vist alleujada per la normalització dels colls d'ampolla i per una distensió en els preus energètics. Tot plegat fa esperar una desacceleració econòmica menys intensa del que es temia uns mesos enrere, tot i que aquesta millora encara no permet escapar de l'entorn d'elevada incertesa econòmica i geopolítica. A més a més, l'enduriment monetari es comença a fer notar i les seves conseqüències seran més tangibles el 2023.

Inflació: entre la distensió energètica i la inèrcia subjacent. Una de les grans incerteses que caldrà esvair el 2023 és la velocitat de correcció de la inflació. Des dels màxims de l'any passat, la inflació general s'ha anat alentint i les pressions subjacents han mostrat més inèrcia: així, les últimes dades mostren una inflació general del 6,5% interanual als EUA (corresponent al desembre; –2,6 p. p. en relació amb el màxim) i del 8,5% a la zona de l'euro (gener; –2,1 p. p.). La principal força que justifica aquest descens és la correcció gradual dels preus de l'energia, que anirà a més el 2023, tant pels efectes mateixos de base com per la millora de les perspectives en el pla energètic (en especial al mercat europeu del gas, amb un descens al gener dels futurs per al 2023 pròxim al 50% en relació amb la mitjana del 4T 2022). També ajudarà la normalització, ja molt visible al final del 2022, dels colls d'ampolla que han llastat l'oferta global. La inèrcia per a la inflació segurament vindrà dels components més sensibles al mercat laboral, on els EUA i Europa poden presentar dinàmiques diferents: sembla que, als EUA, els salaris es desacceleren des de cotes elevades (del 6,7% de l'estiu al 6,1% del desembre, segons l'indicador de referència de la Fed d'Atlanta), mentre que, a Europa, venen de taxes baixes però que van gradualment a l'alça.

Europa va resistir millor del que s'esperava el 2022; els EUA i la Xina van decebre. La publicació dels PIB del 4T 2022 ha reflectit una disparitat una mica sorprenent entre les principals economies mundials. Fins al moment, l'activitat de la zona de l'euro ha suportat millor del que s'esperava la guerra d'Ucraïna, gràcies a un hivern benigne, a unes reserves gasístiques elevades (al final de gener, encara arribaven al 70%) i a un estalvi en el consum de gas. Així, es va assolir un creixement en el conjunt de l'any (el 3,5%) pròxim al que s'esperava al començament del 2022 i es va evitar una contracció en el 4T (el +0,1% intertrimestral). A més a més, tot i que el PIB s'hauria mantingut estanc sense l'anormal contribució d'Irlanda, on el PIB va augmentar el 3,5% intertrimestral, les dues grans economies més dependents del gas rus, Alemanya i Itàlia, van aconseguir recular menys del que es temia en el 4T (el –0,2% i el –0,1%, respectivament). En canvi, les dues economies més grans del món van créixer el 2022 significativament menys del que es preveia: els EUA, el 2,1% (*vs.* el 3,5% projectat fa un any) i la Xina, el 3,0%

FMI: PIB

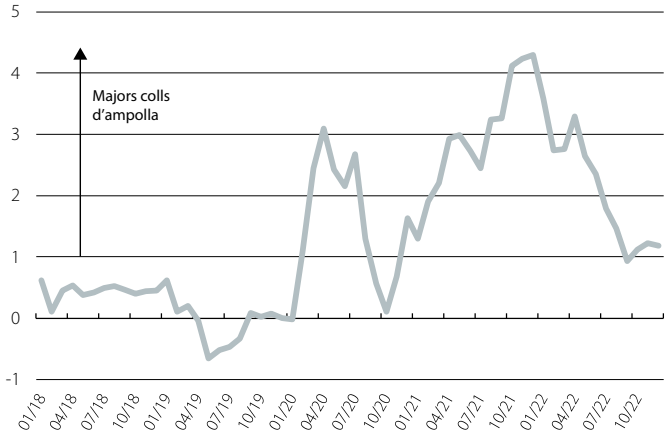
Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb el WEO octubre del 2022	
	2023	2024	2023	2024
Economia mundial	**2,9**	**3,1**	**0,2**	**–0,1**
Economies avançades	**1,2**	**1,4**	**0,1**	**–0,2**
EUA	1,4	1,0	0,4	–0,2
Zona de l'euro	0,7	1,6	0,2	–0,2
Alemanya	0,1	1,4	0,4	–0,1
França	0,7	1,6	0,0	0,0
Itàlia	0,6	0,9	0,8	–0,4
Espanya	1,1	2,4	–0,1	–0,2
Economies emergents i en desenvolupament	**4,0**	**4,2**	**0,3**	**–0,1**
Xina	5,2	4,5	0,8	0,0
Índia	6,1	6,8	0,0	0,0
Rússia	0,3	2,1	2,6	0,6
Brasil	1,2	1,5	0,2	–0,4
Sud-àfrica	1,2	1,3	0,1	0,0

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, actualització del gener del 2023).*

Global: índex de pressions sobre la cadena de subministraments

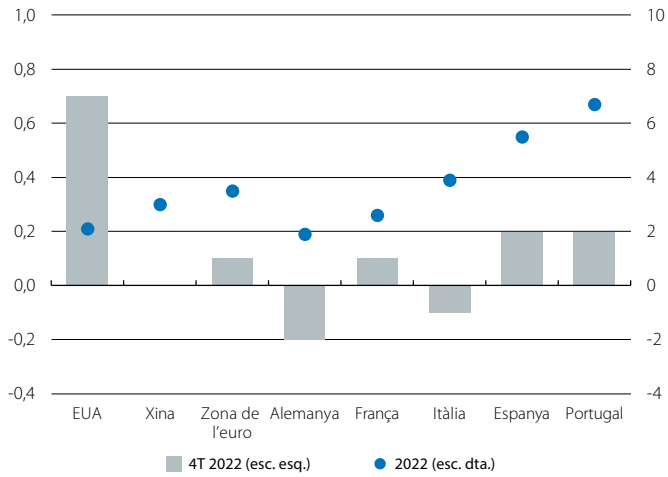
(Desviacions estàndards en relació amb la mitjana)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed de Nova York.*

Global: PIB

Variació intertrimestral (%) *Variació anual (%)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina i d'Eurostat.*

(*vs.* el 4,7%). La decepció dels EUA reflecteix unes dades de PIB febles en la primera meitat de l'any, mentre que, en el 4T, l'activitat va avançar el 0,7% intertrimestral. La Xina, per la seva banda, es va veure molt condicionada per les restriccions per contenir la COVID, fins al punt que el PIB es va estancar en el 4T.

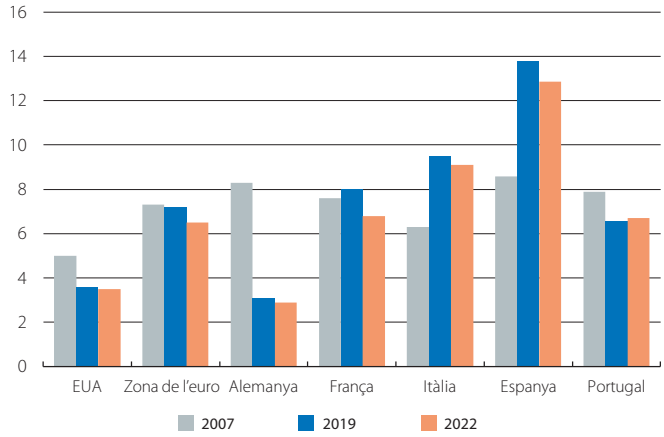
Tímid optimisme en els primers indicadors europeus del 2023. Amb un rerefons de resistència de l'activitat, de desacceleració de la inflació i de distensió energètica, a Europa, els primers indicadors econòmics de l'any apunten a una millora. En concret, el PMI de la zona de l'euro (50,3 punts al gener) va sortir de la zona recessiva per primera vegada en sis mesos, i l'índex de sentiment elaborat per la Comissió Europea (ESI) va millorar per tercer mes consecutiu, fins als 98 punts (molt a la vora dels 100 de la mitjana històrica). Aquests indicadors se sumen a un mercat laboral sòlid, amb una taxa d'atur en mínims (el 6,6% al desembre) i amb una taxa d'activitat en màxims (el 75%). Considerades en conjunt, les dades encara no deixen de dibuixar una activitat afeblida, però sí que suggereixen que aquesta feblesa no és tan intensa com es temia, i, per aquest motiu, hem millorat les previsions del PIB del 2023 de la zona de l'euro i de les seves principals economies.

Senyals mixtos als EUA. El PIB nord-americà va aconseguir créixer el +0,7% en el 4T, però la seva composició anticipa alguns senyals de desacceleració per al 2023. En concret, ja fa trimestres que la inversió, i, en especial, la residencial (el –1,7% i el –7,5% intertrimestral, respectivament, en el 4T), pateix els efectes de les pujades de tipus de la Fed. De fet, les dades del mercat immobiliari mostren un sector en retirada, tant en preus (l'índex Case-Shiller va passar de créixer més del 20% interanual al començament del 2022 a fer-ho una mica menys del 8% al novembre) com en transaccions (la venda d'habitatges va tornar a caure al desembre per onzè mes consecutiu, segons les dades de la National Association of Realtors). Així mateix, els índexs de confiança, que s'havien mantingut en cotes altes fins a la tardor, han patit un deteriorament al sector manufacturer (ISM del gener en els 47,4 punts) i exhibeixen una forta volatilitat als serveis (ISM en els 49,6 punts al desembre i en els 55,2 al gener). Els senyals de desacceleració són menys visibles en un mercat laboral molt robust, amb un atur històricament baix (el 3,5% al desembre) i amb un ritme sòlid de creació d'ocupació (+291.000 en la mitjana del 4T 2022 i un extraordinari +517.000 al gener), que és un vent de cua important per a l'economia.

La Xina busca tornar a la normalitat. Després d'una retirada inicialment desordenada de la política de COVID zero, amb una forta onada d'infeccions i amb caigudes en la mobilitat, les dades més avançades comencen a apuntar a una reactivació de l'activitat. Més enllà del PIB ja comentat, les últimes xifres de producció industrial i de vendes al detall van ser una mica millors del que s'esperava (el +1,3% i el –1,8% interanual al desembre, respectivament), mentre que els indicadors a temps real apunten a un rebot de la mobilitat al gener. Així mateix, el PMI Caixin del sector serveis va augmentar fins als 52,9 punts al gener, i el manufacturer es va mantenir en els 49,2 punts. Així i tot, la reobertura econòmica s'enfronta a un context incert, sobre el que plana el dubte del grau d'immunització de la població (segons algunes estimacions de la Universitat de Pequín, cap a la meitat de gener, s'hauria infectat una mica més del 60% de la població des de l'inici de la pandèmia, però aquestes dades estan envoltades de molta incertesa). Les properes setmanes seran importants: amb el Nou Any Lunar, va haver-hi una mobilitat elevada cap a les zones rurals, amb població més envellida i amb nivells de vacunació comparativament baixos.

Taxa d'atur

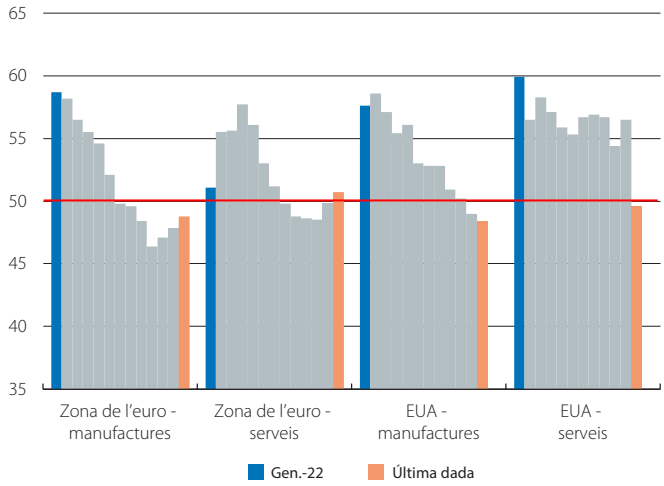
(% de població activa)



Nota: *Dades al final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de BLS i d'Eurostat.*

Indicadors d'activitat: PMI (zona de l'euro) i ISM (EUA)

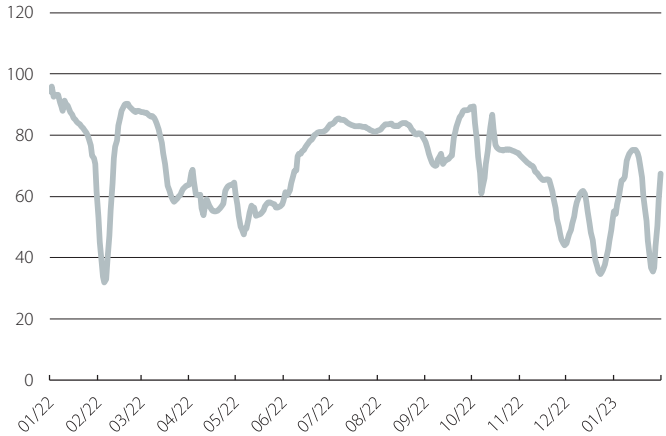
Nivell



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

Xina: passatgers al metro

Índex (100 = 4T 2019)



Nota: *Agregat de Pequín, Shenzhen, Xangai, Hangzhou, Chengdu, Nanjing, Suzhou, Zhengzhou, Chongming, Wuhan i Xi'an.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Europa es beneficia d'un hivern relativament suau

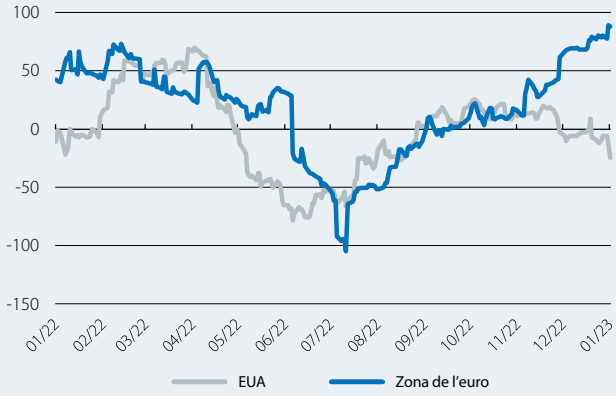
Per primera vegada en molts mesos, les perspectives per a l'economia europea han començat a millorar. Aquest canvi de sentiment compensa, en part, una certa sobrereacció negativa patida a l'estiu, quan es temia que l'augment de la demanda de gas per a calefacció a l'hivern pogués forçar algun tipus de racionament d'energia a la indústria per no buidar les reserves abans de la primavera. No obstant això, en aquesta ocasió, la meteorologia ha jugat al nostre favor: l'hivern està sent més suau de l'habitual i està contenint el consum de gas (el 2022, va ser el 15% inferior al consum mitjà dels dos anys previs, segons Bruegel), la qual cosa alleuja la pressió sobre els preus i afavoreix que les reserves de gas es mantinguin a la vora dels màxims per a aquestes dates (al voltant del 80%). Aquest factor, sumat a les mesures adoptades per afrontar la crisi energètica (centrades, sobretot, en el foment de l'estalvi d'energia), ha modificat de manera substancial els escenaris d'energia que utilitzem, i ara veiem factible que els preus del cru i, sobretot, del gas siguin força inferiors als que temíem fa uns mesos (vegeu el Focus «Energia: el 2022 ha quedat enrere, el 2023 serà tan convuls?», en aquest mateix informe).

El que sembla clar és que, malgrat que puguem assistir a una intensificació de l'hivern en les properes setmanes, és ja poc probable que patim racionaments d'energia a curt termini, la qual cosa dilueix els escenaris més pessimistes considerats uns mesos enrere. A més a més, una bona part dels indicadors, tant d'activitat com de demanda, han mostrat un comportament més favorable del que s'esperava en els últims mesos. Aquesta millora de les expectatives per a la zona de l'euro no és incompatible amb el comportament mostrat pel PIB el 4T 2022. La regió va créixer el 0,1% intertrimestral però gràcies, en gran mesura, al sorprenent creixement d'Irlanda (3,5% intertrimestral), ja que ni Alemanya (–0,2%) ni Itàlia (–0,1%) eviten caure i França pràcticament es va estancar (0,1%).

De fet, la caiguda patida per Alemanya entela l'optimisme exhibit per diversos organismes oficials a començament d'any, que declaraven que el país hauria evitat caure el 4T. Amb tot, la reculada del 4T ha estat més suau del que s'esperava fa uns mesos i cal tenir en compte que la dada és preliminar, per la qual cosa està subjecte a revisions. A més a més, la recuperació dels principals indicadors de confiança empresarial apunta que l'inici del 2023 podria no ser tan negatiu com es temia a la tornada de l'estiu, hipòtesi que es veu reforçada per l'evolució seguida per l'índex d'activitat setmanal elaborat pel Bundesbank, que mostra tebis senyals de millora de l'activitat en aquest començament d'any, tot i que en un context de feblesa clara. En aquest sentit, el mateix Executiu alemany estima que el creixement podria assolir el 0,2% el 2023, en relació amb la recessió del 0,4% que anticipava a la tardor del 2022. En conseqüència, sembla que, en el 1T 2023, el deteriorament de l'activitat

Índex de sorpreses econòmiques *

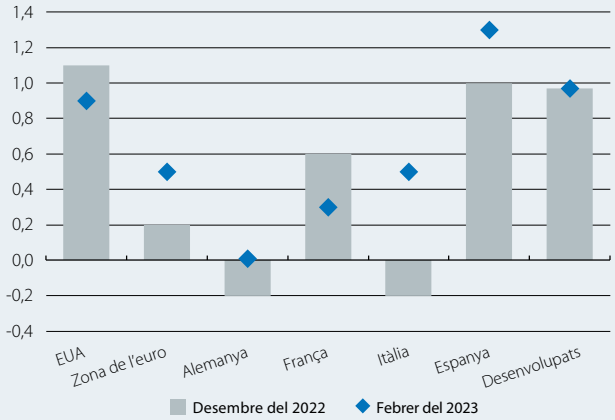
Nivell



Notes: ** Es defineix com les desviacions ponderades històriques de les diferències entre les dades publicades i les expectatives dels analistes. Un valor positiu implica que la dada publicada ha estat millor del que s'esperava, i, si és negatiu, indica que la dada va decebre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Refinitiv.*

Global: previsions PIB 2023

Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de previsions pròpies.*

serà menys intens del que temíem a l'estiu, la qual cosa explica la revisió a l'alça fins al 0,0% de les nostres previsions per al creixement del PIB el 2023, en relació amb la recessió del 0,2% estimada fa uns mesos.

Itàlia, malgrat l'ensopegada del final d'any, s'ha comportat molt millor del que s'esperava i ha presentat la tendència econòmica més positiva de la regió al llarg del 2022, que, segons els principals indicadors de clima industrial, es pot prolongar. De fet, l'ESI va registrar una millora substancial al llarg del 4T i, al desembre, va assolir valors de 100,3, en relació amb els valors de 95,8 a la zona de l'euro, de 94,6 a Alemanya o de 93,3 a França. Pel que fa a França, *a priori* una de les economies menys exposades al gas rus, ha tingut un comportament una mica menys positiu del que esperàvem, degut, en gran part, al fet que ha hagut de bregar amb els problemes de generació elèctrica d'una xarxa

molt dependent de centrals nuclears amb problemes de manteniment. Tant és així que gairebé el 40% dels seus reactors nuclears han patit interrupcions de servei, la qual cosa ha provocat que la generació d'electricitat a França hagi estat la menor en set anys i ha obligat el país a ser un importador net d'energia.

En suma, les revisions a l'alça del creixement el 2023 es generalitzen entre els principals països:[1] +0,2 p. p. a Alemanya, fins al 0,0%; +0,7 p. p. a Itàlia, fins al 0,5%; compensant el –0,3 p. p. a França, fins al 0,3%. I això explica que revisem a l'alça en 0,3 p. p. el creixement de la zona de l'euro, fins al 0,5%. De cara al 2024, mantenim gairebé sense canvis l'escenari vigent.

D'altra banda, paral·lelament a aquesta millora en el funcionament dels últims mesos i en les perspectives amb què l'activitat econòmica comença el 2023, també han guanyat una mica de força els vents de cara per a la segona meitat de l'any. I és que, en l'últim mes, s'han revisat significativament a l'alça les expectatives d'enduriment de la política monetària del BCE per la major persistència que el banc central preveu en la inflació. De fet, el nostre escenari de tipus d'interès ha estat revisat a l'alça, i ara pensem que el tipus de referència del BCE pot assolir el 3,5% cap a la meitat d'enguany.

En aquest context de millora de les perspectives econòmiques, la inflació ha començat a emetre tímids senyals de moderació, tot i que encara se situa en valors molt elevats (el 9,2% al desembre). Al llarg del 2023, el descens de la inflació general s'intensificarà gràcies a l'estabilització dels preus de l'energia, a la normalització dels colls d'ampolla i a la desacceleració econòmica (vegeu el Dossier d'aquest mateix informe). D'aquesta manera, podria tancar el 2023 una mica per sota del 4%, tot i que és probable que els efectes de segona ronda i la retirada de les diferents mesures fiscals implementades per compensar l'encariment de l'energia mantinguin una inèrcia considerable i que no s'assoleixi l'objectiu del 2% fins al final del 2024.

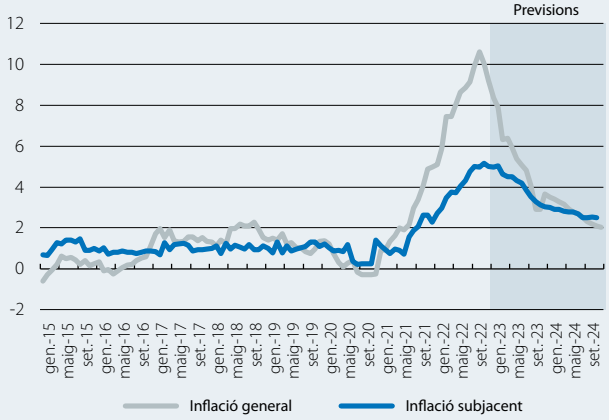
Aquest comportament més positiu de l'economia europea contrasta amb les evidències d'un refredament més intens del que s'esperava de l'economia nord-americana al final del 2022 i al començament del 2023, la qual cosa ha comportat una revisió a la baixa del creixement previst per als EUA, tot i que continuem confiant que eviti un escenari de recessió (vegeu el Focus «EUA: aterra com puguis», en aquest *Informe Mensual*).

Així i tot, cal tenir en compte que, malgrat que les expectatives per a l'economia europea han millorat, l'escenari considerat és gairebé d'estancament i que la incertesa continua sent molt elevada. No sembla que la guerra a Ucraïna hagi d'acabar a curt termini i el final de la política de COVID zero a la Xina afectarà l'economia global. De fet, la reobertura de l'economia xinesa és una arma de doble tall per a les economies desenvolupades. D'una banda, és força probable que es produeixi un repunt notable de l'activitat a la primavera (quan s'hagin superat les primeres onades després de la reobertura) i que s'estimulin les cadenes globals d'oferta. Però, de l'altra, aquesta reactivació exercirà una pressió clara de la demanda sobre una bona part de les primeres matèries industrials, entre elles el cru i el gas, la qual cosa n'incrementarà els preus. És més, el nostre escenari contempla una acceleració clara de l'activitat xinesa en el segon semestre del 2023, coincidint amb el període en què Europa ha d'omplir de nou les reserves de gas per afrontar l'hivern 2023-2024, en un escenari en què, *a priori*, el subministrament de gas rus a Europa continuarà sent gairebé nul. Quan arribi el moment, la variable «hivern» tornarà a ser clau en l'elaboració dels escenaris. En suma, malgrat que els pitjors escenaris s'han esvaït a curt termini, encara és massa aviat per cantar victòria en un any que continuarà caracteritzat per una incertesa elevada i per una gran complexitat.

Rita Sánchez Soliva

Zona de l'euro: inflació general i subjacent

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de previsions pròpies.*

1. Per a Espanya, revisem a l'alça en 0,3 p. p. el creixement del 2023, fins a l'1,3% (vegeu el Focus «Milloren les perspectives per a l'economia espanyola», en aquest mateix informe).

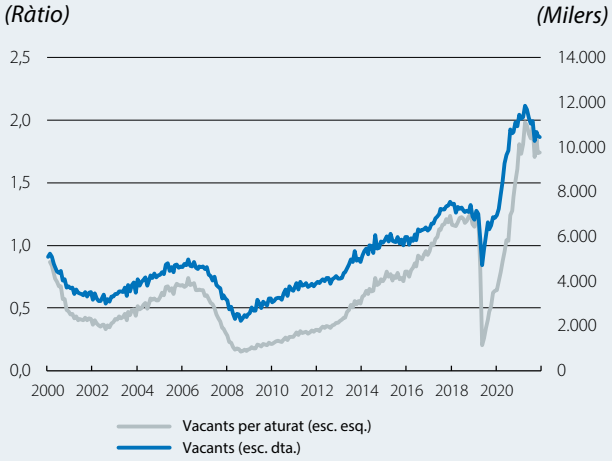
EUA: aterra com puguis

Malgrat les dades de creixement positives del 4T 2022, més de la meitat dels analistes que formen el panell de consens de Bloomberg creuen que, el 2023, observarem caigudes del PIB als EUA durant dos trimestres consecutius. Així mateix, la probabilitat que assignen a una recessió als EUA en els 12 propers mesos és gairebé del 70%, i la corba de tipus sobirans porta invertida en el tram tres mesos (10 anys des de l'octubre del 2022, un predictor gairebé infal·lible de recessió). Quins arguments donen suport a aquesta visió pessimista sobre l'activitat dels EUA (*hard landing*)? Hi ha motius que convidin a pensar que és possible evitar la recessió (*soft landing*)?

Els EUA encara no són en recessió

Les dades econòmiques més recents no mostren una economia en recessió, tot i que totes, i en especial les més associades a les percepcions dels agents econòmics, exhibeixen una tendència generalitzada a moderar-se. Per exemple, el PMI i l'ISM se situen per sota dels 50 punts, que separen els nivells compatibles amb l'expansió econòmica dels associats a una contracció de l'activitat. De la mateixa manera, els indicadors de confiança dels consumidors se situen en nivells molt baixos (l'índex de sentiment de la Universitat de Michigan, per exemple, es troba per sota dels nivells registrats durant la pandèmia i, al juny del 2022, va registrar el mínim històric des del 1978). Mentre que la producció industrial i les vendes al detall no mostren una evolució tan adversa, la seva evolució interanual se situa lleugerament per damunt de la mitjana històrica, tot i que amb una tendència a la baixa. D'altra banda, el mercat laboral no solament no reflecteix signes de feblesa, sinó que se situa en uns nivells de saturació que, per a alguns indicadors, són inaudits. Per exemple, per cada persona aturada, hi ha ara mateix 1,7 llocs de treball vacants, una ràtio que va arribar a vorejar el 2 a l'abril de l'any passat i la mitjana històrica de la qual és de 0,64. La taxa d'atur, per la seva banda, es troba en el 3,5%, el seu mínim històric, i el ritme de creació d'ocupació és una mica superior a la mitjana del 2015-2019, tot i que s'ha moderat. Així, tenint en compte aquesta combinació d'indicadors, podem dir que els EUA són en recessió? Recentment,[1] hem explicat què s'entén per recessió: una disminució significativa en l'activitat econòmica de forma generalitzada en diferents àmbits econòmics i relativament prolongada en el temps. Una altra definició d'ús comú, malgrat que incompleta, entén que una recessió tècnica es produeix en observar dos trimestres consecutius de contraccions en el PIB. Si fem cas de la segona definició, podríem concloure que els EUA van entrar en recessió ja el 2022 i no descartaríem que puguin fer-ho de nou el 2023. Ara bé,

EUA: vacants d'ocupació



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

EUA: principals indicadors d'activitat

	Desembre 2022	Novembre 2022	Octubre 2022	Setembre 2022	Mitjana 2015-2019	Mitjana crisi financera (2008-2009)	Mitjana COVID (març-desembre 2020)
Vendes al detall (% interanual)	6,0	6,0	8,0	8,4	3,5	–4,2	–0,3
Producció industrial (% interanual)	1,7	2,2	3,4	5,0	0,1	–7,3	–8,1
Conference Board - Confiança consumidors (índex)	108,3	101,4	102,2	107,8	115,3	51,6	94,9
Universitat de Michigan - Sentiment consumidors (índex) *	64,6	59,7	56,8	59,9	95,2	65,0	77,8
Universitat de Michigan - Expectatives consumidors (índex) *	62,0	59,9	55,6	56,2	85,6	60,7	72,2
ISM manufactures (índex)	48,4	49,0	50,2	50,9	54,0	46,8	52,8
ISM serveis (índex)	49,6	56,5	54,4	56,7	56,7	46,8	53,9
Taxa d'atur (%)	3,5	3,6	3,7	3,5	4,4	7,5	9,0
Creació d'ocupació (milers de treballadors)	223,0	256,0	263,0	269,0	190,2	–358,5	–1.000,7

Nota: ** La dada correspon al següent mes de l'indicat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. Vegeu el Focus «EUA: en recessió?», a l'IM09/2022.

amb la primera definició, utilitzada per l'NBER, no podem afirmar que els EUA van entrar en recessió el 2022, ni que estiguin en risc d'aproximar-se a una situació d'aquest tipus a curt termini.

Els vents de cara per al 2023

Què dona suport a la visió pessimista del consens d'analistes? En primer lloc, l'enduriment monetari exercit per la Reserva Federal el 2022 ha estat d'una intensitat no observada des dels anys vuitanta. La pujada dels tipus d'interès, juntament amb el procés de reducció del seu balanç, tindrà un impacte gens menyspreable sobre l'activitat econòmica. En concret, s'estima que, per cada augment de 100 p. b. en els tipus d'interès oficials, el PIB, al cap de quatre trimestres, es redueix en gairebé 0,5 p. p.[2] Així, la pujada de tipus observada fins avui, i que encara es continuarà produint en el 1T 2023, podria restar al PIB dels EUA més de 2 p. p. durant el 2023. Aquest efecte ja és visible en el component del PIB més sensible als tipus d'interès, la inversió residencial.[3]

Altres vents de cara per als EUA són la caiguda dels indicadors de confiança que hem mostrat més amunt i l'escenari d'incertesa permanent en què s'ha instal·lat l'economia global, inclosa la nord-americana. Malgrat que la caiguda d'aquests indicadors de confiança i d'expectatives no comporta directament una contracció de l'activitat, sí que ens dona senyals que les llars i les empreses poden ser més cautes en les seves accions i poden, per exemple, ajornar decisions d'inversió i de consum. Finalment, els EUA no són aliens a les dinàmiques globals. I és que aquests vents de cara no es produeixen únicament a l'altre costat de l'Atlàntic. La desacceleració econòmica és global, de manera que és possible que, a la demanda externa dels EUA, li falti embranzida per compensar els llastos sobre la demanda domèstica.

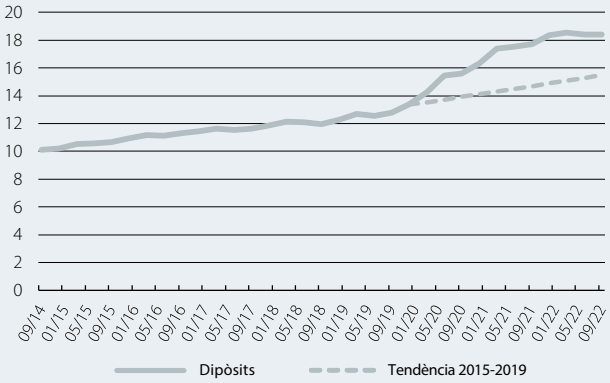
Els vents de cua poden bufar prou fort?

En aquest context, pot ser que hi hagi menys motius per ser optimista sobre l'economia dels EUA, però n'hi ha. El principal és el consum privat, que preveiem que podrà contribuir positivament al PIB durant el 2023. I això és especialment important per al cas dels EUA, perquè el consum privat, amb un pes del PIB pròxim al 70% (a la zona de l'euro, representa al voltant del 50% o, a la Xina, menys del 40%), és el principal motor de l'economia. Aquesta resistència que pronostiquem es basa en dos supòsits: la fortalesa del mercat laboral i l'estalvi embassat durant la pandèmia. El primer factor és el supòsit clau, i el comparteixen diversos membres de la Reserva Federal. Segons les seves estimacions, publicades en l'últim quadre macroeconòmic i coincidents en molts aspectes amb les nostres, el repunt de la taxa d'atur no tindria per què ser gaire marcat. Això s'explicaria pel gran desajustament actual entre l'oferta i la demanda d'ocupació. Hi ha encara

2. Vegeu Rush, J. (2021), «Bloomberg Economics Forecast Models for the U.S., U.K. and Euro Area», Bloomberg.
3. La caiguda del component de la inversió residencial, que reflecteix, principalment, l'evolució del mercat immobiliari, s'ha intensificat el 2022, tot i que la inversió, en conjunt, va continuar avançant el 2022, gràcies a la resta de subcomponents (inversió en equipaments, estructures i propietat intel·lectual).

EUA: dipòsits de les llars

(Bilions de dòlars)



Nota: *La línia discontínua mostra l'evolució dels dipòsits assumint el creixement mitjà entre el 2015 i el 2019 a partir del 1T 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.*

moltes vacants d'ocupació,[4] de manera que és raonable pensar que alguns dels treballadors que potencialment perdrien la feina en un entorn de desacceleració i de pujades de tipus d'interès podrien trobar altres ocupacions.

L'altre element, l'estalvi embassat, pot esmorteir la reducció del poder adquisitiu de les llars. Com hem vist en un article recent,[5] l'estalvi embassat va assolir el 12% del PIB, i, segons les últimes estimacions, les llars no haurien consumit encara el 60% d'aquest import. Malgrat que és cert que és molt probable que aquest estalvi no estigui distribuït de manera homogènia entre els diferents percentils de renda, la propensió a consumir dels quals difereix, i que una part d'aquest estalvi embassat es trobi en actius no gaire líquids o que, fins i tot, hagin patit pèrdues derivades de les fluctuacions als mercats financers, encara podrà oferir una mica de suport al consum privat. En concret, estimem que els dipòsits de les llars als EUA són el 18% superiors al nivell que podrien haver assolit sense la pandèmia (van arribar a ser el 23% superiors, però la menor taxa d'estalvi registrada en el tram final del 2022 ha començat a drenar els dipòsits).

L'escenari és exigent, i ho continuarà sent durant el 2023. Entre les moltes incerteses que caldrà veure com es desenvolupen enguany, hi haurà les pressions inflacionistes i les condicions financeres. Si, com pensem, la inflació manté la tendència a la baixa, però continua encara en nivells elevats, podria deixar de ser un vent de cara tan fort com ho ha estat el 2022. Així mateix, el relaxament de les condicions financeres (per exemple, el tipus d'interès sobirà a 10 anys i el tipus d'interès sobre una hipoteca estàndard a 30 anys han caigut uns 70 p. b. i 90 p. b., respectivament, des dels màxims del 4T 2022) també fa pensar que aquest vent de cara podria bufar menys fort el 2023. Veurem si aquests elements, juntament amb la fortalesa del mercat laboral i amb l'important estalvi acumulat, ajuden a esmorteir un eventual *hard landing*.

Ricard Murillo Gili

4. En concret, més de 10 milions, quan la mitjana des del 2000 és d'una mica menys de la meitat.
5. Vegeu el Focus «EUA: com l'estalvi acumulat pot fer costat a l'economia?», a l'IM07/2022.

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

ESTATS UNITS

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	1,0	1,0	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,1	6,4	7,2	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	101,4	109,0	107,1
Producció industrial	4,9	3,9	4,8	4,5	4,1	2,4	2,2	1,6	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	49,0	48,4	47,4
Habitatges iniciats *(milers)*	1.605	1.555	1.720	1.647	1.450	1.403	1.401	1.382	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	...	299	314	310	...	303	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	59,9	60,1	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	...	–3,9	–4,0	–3,9	...	–3,8	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	7,1	6,5	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,7	...

JAPÓ

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Activitat									
PIB real	2,1	...	1,2	1,6	1,5	...	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	28,6	30,3	31,0
Producció industrial	5,6	0,1	–0,6	–3,6	4,0	0,5	–0,9	–1,2	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–4,9	–1,0	–1,9	–3,0	–5,1	–4,6	–4,9	...
Preus									
Inflació general	–0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	3,8	4,0	...
Inflació subjacent	–0,5	1,1	–0,9	0,8	1,5	2,8	2,8	3,0	...

XINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Activitat									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	2,9	–	–	–
Vendes al detall	12,4	–0,8	1,6	–4,9	3,5	–2,7	–0,5	–5,9	–1,8
Producció industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	5,0	2,2	1,3
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	49,2	48,0	47,0
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	889	728	824	908	889	907,7	905,1	889,1
Exportacions	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	–6,8	–0,6	–9,0	–10,1
Importacions	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–6,5	–0,7	–10,6	–7,5
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,6	1,8
Tipus d'interès de referència [3]	3,80	3,65	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi per dòlar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,0

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,5	...	6,1	1,1	–0,7	...	–2,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,0	...	–0,2	0,4	1,8	...	2,0	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	...	–13,6	–22,6	–26,9	–26,9	–23,8	–22,1	–20,9
Sentiment econòmic	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	95,1	97,1	99,9
PMI manufactures	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,1	47,8	48,8
PMI serveis	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	48,5	49,8	50,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	...	3,0	2,6	1,7	...	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,3	7,6	7,2	7,1	7,0	7,1	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,5	8,1	7,9	7,8	7,8	7,8	...
PIB real *(variació interanual)*	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	1,9	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,6	1,9	3,5	1,7	1,4	1,1	1,1	–	–
França *(variació interanual)*	6,8	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	0,5	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	6,7	3,9	6,4	5,0	2,7	1,7	1,7	–	–

Preus

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
General	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	10,1	9,2	8,5
Subjacent	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,0	5,2	5,2

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Saldo corrent	2,6	...	1,8	0,7	–0,8	...	–0,9	...	...
Alemanya	7,4	...	6,6	5,4	4,2	...	3,8	...	...
França	0,4	...	0,1	–0,4	–1,3	...	–1,8	...	...
Itàlia	3,1	...	2,1	1,0	–0,6	...	–0,8	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,2	...	92,5	90,1	88,9	...	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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	4,4	6,1	8,4	7,8	8,3	6,3	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	4,1	3,8	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,0	3,4	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)*	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	2,9	3,1	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	1,9	0,0	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	–0,3	0,9	5,3	11,9	11,9	14,0	...
Instruments negociables	11,6	3,6	0,7	2,0	4,3	7,6	8,5	11,3	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,1	1,3	...

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

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

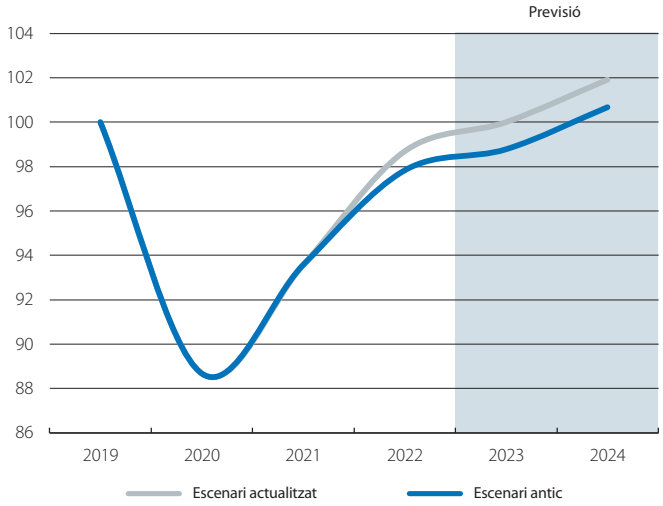
Les perspectives a Espanya milloren lleugerament, tot i que l'escenari es manté molt desafiador

L'economia espanyola es mostra més resilient del que es preveia després de gairebé un any de crisi energètica. Si, al desembre del 2021, la nostra previsió de creixement del PIB per al 2022 era del 5,9%, al març, després de l'esclat de la guerra entre Rússia i Ucraïna, vam rebaixar aquesta previsió fins al 4,2%. Al final, l'economia ha aconseguit créixer un notable 5,5%, malgrat el conflicte geopolític, l'augment de la inflació i l'enduriment de les condicions macrofinanceres. En els propers trimestres, l'economia espanyola continuarà afrontant un context advers, marcat per la incertesa geopolítica i per l'augment dels tipus d'interès. De tota manera, també comptarà amb alguns elements que donaran suport al creixement de l'activitat, com l'acceleració del desplegament dels fons NGEU i la recuperació dels sectors més penalitzats per la pandèmia, com el turisme. La inflació, malgrat que es mantindrà en nivells elevats, probablement es moderarà una mica més de pressa del que es preveia, gràcies a la caiguda dels preus de l'energia. Tot això, juntament amb un comportament de l'economia en el tram final del 2022 millor del que s'esperava, ens ha empès a revisar la previsió de creixement del PIB el 2023 lleugerament a l'alça, des de l'1,0% a l'1,3%.

El PIB va tancar l'any en positiu, però la demanda interna es va mostrar molt feble en el tram final. Després del fort increment dels preus de l'energia que es va produir a l'agost, les previsions del consens d'analistes apuntaven, al setembre, que el PIB registraria una caiguda en el 4T 2022. No ha estat així, i el PIB va créixer el 0,2% intertrimestral (el 2,7% interanual). No obstant això, la composició del creixement, segons les dades preliminars de l'INE, mostra un afebliment de la demanda interna, que va recular el 0,9% intertrimestral, arran de la contracció del consum privat (el –1,8% intertrimestral) i de la inversió (el –3,8% intertrimestral). D'aquesta manera, el creixement del PIB va procedir de la contribució de la demanda externa, a causa de la caiguda de les importacions (el –4,2% intertrimestral, arrossegades per la feblesa de la demanda interna), que va superar amb escreix el descens de les exportacions (el –1,1%).

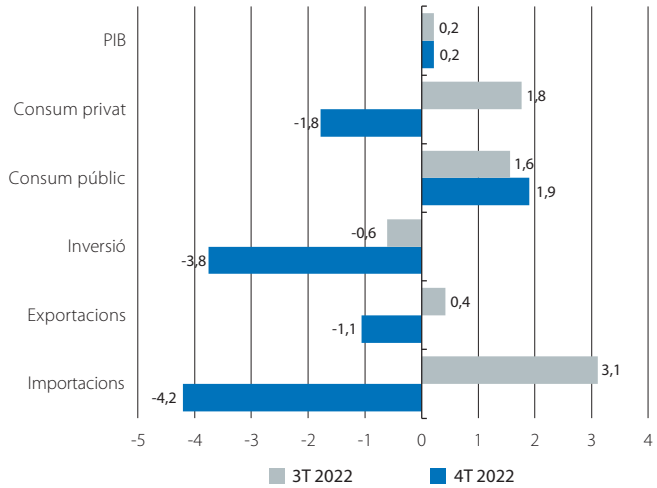
El creixement de l'ocupació es va frenar en l'últim trimestre del 2022. En termes desestacionalitzats, l'ocupació, segons l'enquesta de població activa (EPA), es va mantenir plana en el tram final del 2022. En termes no desestacionalitzats, l'ocupació va caure en 81.900 persones, el primer descens en un 4T des del 2017. Pel costat positiu, destaca el descens de la taxa de temporalitat fins al 17,9%, la més baixa de la sèrie històrica i 7,5 p. p. menys en relació amb el registre del 4T 2021. Finalment, la taxa d'atur va repuntar fins al 12,9%, des del 12,7% del 3T, 4 dècimes per sota del registre del final del 2021. En mitjana anual, la taxa d'atur va quedar el 2022 en el 12,9%, en relació amb el 14,8% del 2021.

Espanya: PIB
Índex (100 = 2019)



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

Espanya: components del PIB
Variació intertrimestral (%)



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

Espanya: taxa d'atur
(% de població activa)

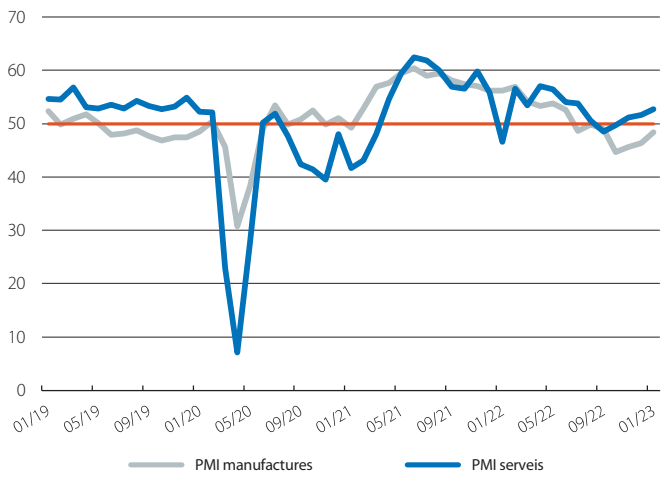
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Els primers indicadors d'activitat disponibles per al 2023 donen senyals esperançadors. Així, al gener, l'índex PMI per al sector manufacturer va escalar 2 punts, fins als 48,4 punts, un registre inferior al llindar que denota creixement (50), però que suggereix que el deteriorament de l'activitat industrial s'està moderant. Així mateix, l'indicador homòleg del sector serveis va avançar 1,1 punts, fins als 52,7 punts, i es va situar amb fermesa en la zona expansiva. Per la seva banda, segons les dades d'afiliació a la Seguretat Social, l'any va arrencar millor del que s'esperava. Així i tot, com és habitual en un mes de gener, l'afiliació va caure, en termes desestacionalitzats l'ocupació va créixer en 57.726 persones, la qual cosa representa un augment del 0,4% en relació amb la mitjana del 4T 2022. Així mateix, pel costat del consum, el monitor de consum de CaixaBank Research mostra que, al gener, l'activitat de les targetes espanyoles hauria mantingut la senda de recuperació que va iniciar ja al desembre, amb un creixement del 10% interanual al gener, en relació amb el 8% del desembre i amb el 5% del novembre.

La inflació subjacent prossegueix la seva escalada, i la general s'estabilitza. La inflació general va truncar la tendència recent de moderació i es va col·locar en el 5,8% al gener, 1 dècima per damunt de la dada del desembre. En canvi, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va avançar amb força i va augmentar en 5 dècimes, fins al 7,5%, malgrat la rebaixa de l'IVA d'alguns aliments. Segons va avançar l'INE, el lleuger repunt de la inflació general al gener s'explica per l'increment dels preus dels carburants, després del final de la bonificació de 20 cèntims per litre de combustible a tots els usuaris, i per una rebaixa en els preus del vestit i calçat inferior a la vista al gener de l'any passat. No obstant això, aquestes dinàmiques van ser gairebé contrarestades per la important caiguda dels preus de l'electricitat. En efecte, segons les dades de la Xarxa Elèctrica Espanyola, la tarifa regulada es va situar en els 129 €/MWh en la mitjana del gener, la qual cosa representa una important caiguda interanual del 55%. Així mateix, l'INE va anunciar que, a partir d'aquesta dada de l'IPC del gener, els components d'electricitat i de gas natural inclouran en el seu còmput dades del mercat lliure. Amb la inclusió d'aquestes dades, és presumible que la dinàmica de preus de l'energia sigui una mica més estable, ja que els preus del mercat lliure solen fluctuar menys.

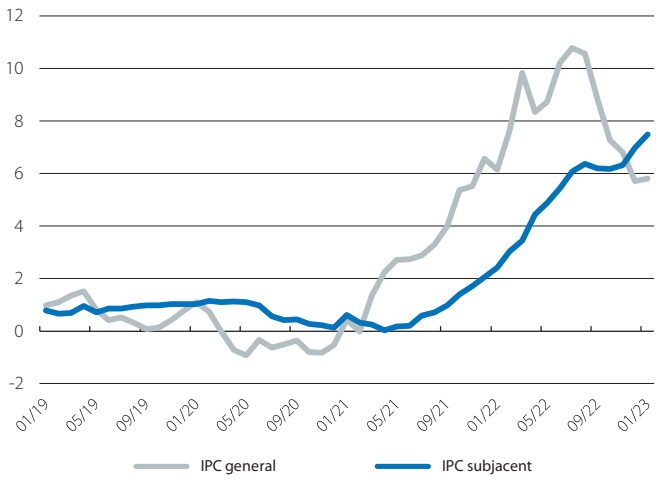
Forta millora en la balança comercial no energètica. Al novembre, el dèficit comercial exterior es va situar en els 3.313 milions d'euros, xifra inferior a la del mateix mes de l'any anterior (4.207 milions) i que trenca, així, la tendència d'empitjorament registrada en els últims mesos. Aquesta millora va procedir del saldo de béns no energètics, que va registrar un superàvit de 990 milions d'euros, en relació amb un dèficit de 1.199 milions al novembre del 2021, que es correspon amb un avanç de les exportacions (el 4,5% interanual en volum) i amb una caiguda de les importacions (el –3,5% en volum). Per la seva banda, el dèficit energètic va continuar creixent i es va enfilar fins als 4.303 milions, 1,4 vegades més que un any enrere, a causa del fort augment de les importacions (el +38,7%), impulsades pel creixement dels preus (el +31,7%).

Espanya: PMI
Nivell



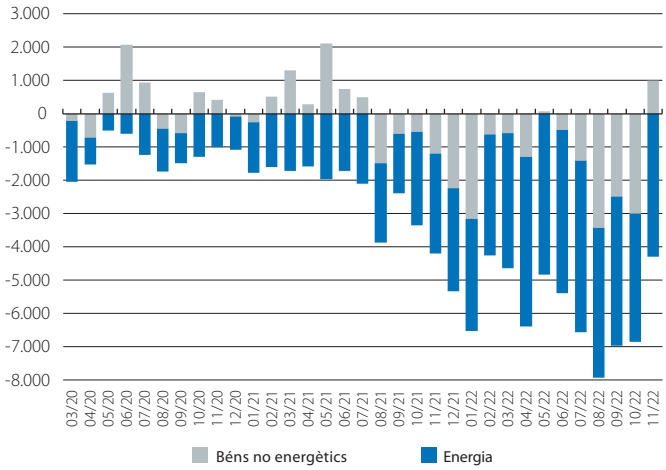
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Espanya: IPC
Variació interanual (%)



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

Espanya: saldo del comerç exterior de béns
*(Milions d'euros) **



Nota: ** Dades mensuals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.*

Milloren les perspectives per a l'economia espanyola

El context econòmic actual, marcat per la crisi energètica que travessa la UE i pel conflicte geopolític entre Rússia i Ucraïna, magnifica les dificultats de fer previsions. L'entorn és incert i canviant, i s'hi contraposen diferents elements que empenyen l'economia espanyola en sentits oposats. Aquestes dificultats, però, no ens han d'impedir desgranar els principals factors que pensem que dominaran l'evolució de l'economia en els propers mesos.

Tota previsió passa per entendre el punt de partida. L'evolució recent de l'economia espanyola ha estat una mica millor del que s'esperava. Si el consens d'analistes, al final del 3T 2022, pronosticava que l'activitat, esperonada per la inflació, per la incertesa i per l'augment de tipus d'interès, experimentaria una lleugera reculada en el tram final de l'any, la dada del PIB del 4T 2022 publicada al final de gener mostra que l'economia va aconseguir esquivar aquesta reculada i va créixer el 0,2% intertrimestral. Un registre modest, però que ressalta la resiliència que ha presentat l'economia espanyola durant tot el 2022 davant l'impacte de la crisi energètica. No obstant això, no tot van ser bones notícies. La feblesa que van presentar el consum i la inversió (que van caure en termes intertrimestrals) és un toc d'atenció i reflecteix que l'economia no és immune al context desafiador del moment.

Més enllà que el punt de partida sigui una mica millor del que esperàvem, de cara al 2023, preveiem que el creixement es veurà impulsat per dues fonts importants de creixement. En primer lloc, és d'esperar que, al llarg d'enguany, els fons europeus NGEU guanyin tracció. Fins avui, la seva execució ha estat una mica més lenta del que s'esperava (amb dades entre el gener i el novembre del 2022, les ajudes desemborsades durant el període van assolir el 29% del total pressupostat per a l'any). No obstant això, les dades mostren que, en la segona meitat del 2022, el ritme d'execució es va accelerar: si, entre el gener i el juny, només es van desemborsar prop de 2.600 milions d'euros, entre el juliol i el novembre, es van desemborsar prop de 5.600 milions d'euros, més del doble. En aquest sentit, si el ritme assolit al llarg de la segona meitat del 2022 es manté, els fons NGEU podrien contribuir al voltant d'1 p. p. al creixement del PIB el 2023.

En segon lloc, també és probable que els sectors més afectats per les restriccions a la mobilitat i a l'activitat durant la pandèmia continuïn guanyant tracció durant el 2023, en particular, el sector turístic. Malgrat que, el 2022, el sector va experimentar una forta recuperació, encara hi ha marge de recorregut. Destaca, en particular, la capacitat de recuperació del turisme europeu, que, durant la temporada d'estiu del 2022, encara es va mantenir, en termes de vols, entre el 10% i el 15% per sota dels registres del 2019, en gran part pels colls d'ampolla als aeroports europeus, que s'espera que no es repeteixin el 2023. Així mateix, el turisme de llarga distància també presenta un notable marge de recuperació: els vols provinents de l'Amèrica del Nord o de la resta del món, amb l'exclusió dels continents americà i europeu, encara es van situar durant l'estiu a la vora del 20% per sota dels nivells prepandèmia. En aquest sentit, les xifres de la temporada turística a les Canàries, que gaudeixen ara de la temporada alta, es poden prendre com un indicador avançat i apunten a un bon any: en termes de pernoctacions hoteleres, les Canàries van assolir, en el tram final del 2022, les xifres prepandèmia del 2019.

Quadre macroeconòmic de previsions
Variació anual (%), llevat que s'indiqui el contrari

	2022	2023	2024
PIB	5,5	1,3	1,9
Inflació (nivell, mitjana anual)	8,4	4,2	2,6
Taxa d'atur (% pobl. activa, mitjana anual)	12,9	12,8	12,4
Preu de l'habitatge	4,9	0,2	1,5
Dèficit públic (% del PIB)	4,0	4,0	3,3

Nota: *En blanc, les xifres que ja són dades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

No obstant això, hi ha altres elements que empenyen en sentit oposat i que limitaran la velocitat de creixement. Entre aquests elements, destaca l'augment dels tipus d'interès que està duent a terme el BCE, que està sent més ràpid i que preveiem que arribarà més lluny del que s'esperava. Al setembre del 2022, s'anticipava que el BCE duria el tipus de referència de la facilitat de dipòsits al 2,5%, mentre que avui dia l'expectativa és que pugui arribar al 3,5% cap a la meitat del 2023. Com a referència, estimem que, per cada 100 p. b. d'augment dels tipus d'interès, el creixement tendeix a reduir-se en 0,4 p. p., però estimar-ne l'impacte en el context actual és especialment difícil. Per exemple, el canvi sobtat i inesperat que s'ha produït en l'evolució dels tipus d'interès podria fer que aquest cop l'impacte sigui una mica superior. D'altra banda, l'elevada proporció d'hipoteques a tipus fix que s'han concedit en els últims anys (el 66% per import el 2022) pot ajudar a mitigar l'impacte a nivell agregat.

Finalment, un altre element que continuarà condicionant la capacitat de recuperació de l'economia espanyola i, en especial, del consum de les llars és l'augment dels preus. Després de superar la barrera del 10% al juliol i a l'agost del 2022, la inflació general ha mostrat una tendència a la moderació que l'ha dut fins al 5,8% al gener del 2023. Aquesta tendència a la baixa ha estat fruit de la caiguda dels preus de l'energia (el gas natural, en particular), que

ha estat superior a l'esperada i que s'explica per diversos factors: un hivern més càlid de l'habitual, les elevades reserves de gas de les que disposa la UE i la reducció de la demanda de gas per part de les economies europees, entre d'altres. L'impacte d'aquesta moderació dels preus de l'energia és substancial: a l'agost, el component energètic creixia prop del 40% interanual i contribuïa amb prop de 4 p. p. a la inflació general, però, al desembre, l'energia va caure prop del 7% interanual i va passar a fer una contribució negativa, de 0,7 p. p., a la inflació general. De cara al 2023, hem incorporat la moderació dels preus de l'energia que hem presenciat recentment (tot i que no del tot per ser prudents), i això hauria de permetre que la inflació es continuï moderant en els propers mesos.

No obstant això, les últimes dades també mostren que l'augment de la inflació dels components no energètics és més intens i persistent del que es preveia amb anterioritat. Destaca, en particular, el cas dels aliments, que, des del setembre, han desbancat el component energètic i, ara com ara, són el component que més contribueix a la inflació (3,9 p. p. al desembre). En conjunt, tot fa pensar que la taxa d'inflació continuarà sent elevada enguany, del 4,2% en mitjana anual, i que, per tant, continuarà limitant el creixement del consum de les llars.

En conjunt, els factors esmentats més amunt apunten al fet que el creixement serà moderat durant l'any, tot i que, probablement, una mica superior al que esperàvem uns mesos enrere. Més concretament, esperem que el PIB creixi l'1,3% el 2023, en relació amb l'1,0% que esperàvem anteriorment.

En aquest context, cal esperar que l'ocupació continuï creixent, tot i que ho farà a taxes més modestes del que es va observar el 2022. Així, per al conjunt de l'any, preveiem que l'ocupació creixerà a taxes pròximes, però una mica per sota, a l'1%. Això, juntament amb el manteniment del creixement de la població activa a un ritme similar a l'observat en els últims trimestres, hauria de permetre que la taxa d'atur es mantingui força estable el 2023, amb una lleugera caiguda de 0,1 p. p. en relació amb el 2022, fins al 12,8%.

Així mateix, s'espera que, arran de la reducció del poder adquisitiu de les llars i de l'augment dels tipus d'interès, el mercat immobiliari s'alenteixi durant l'any. En aquest context, preveiem que el preu de l'habitatge creixerà amb prou feines el 0,2% el 2023. No obstant això, i considerant que els fonaments del mercat immobiliari són sòlids (no hi ha excés d'oferta, les llars i les empreses presenten nivells de deute per sota de la mitjana de la zona de l'euro i els estàndards de crèdit no s'han relaxat durant el període d'expansió del cicle), no preveiem correccions brusques en els nivells de construcció de nou habitatge ni dels preus en termes nominals.

Finalment, pel costat de les finances públiques, les nostres estimacions suggereixen que, quan es té en compte l'impacte del pla de xoc anunciat recentment per afrontar l'augment de la inflació (de 10.000 milions d'euros), la revaloració de les pensions a l'IPC i el major cost del servei del deute, el ritme de creixement de les despeses serà similar al dels ingressos. D'aquesta manera, preveiem que el dèficit públic es mantindrà al voltant del 4% del PIB, el mateix nivell que projectem per al 2022.

Oriol Carreras Baquer

L'estratègia del Tresor després del replegament del BCE

Amb la previsible estabilització del dèficit públic en cotes pròximes al 4,0% del PIB el 2023, les necessitats de finançament del Tresor continuaran sent elevades. El mercat haurà d'absorbir, a més a més, tot el deute en mans del BCE que no serà reinvertit per part del banc central, que va anunciar un canvi d'estratègia al desembre. En aquest context, és útil posar en perspectiva el volum de deute que haurà d'absorbir el mercat durant aquest 2023.

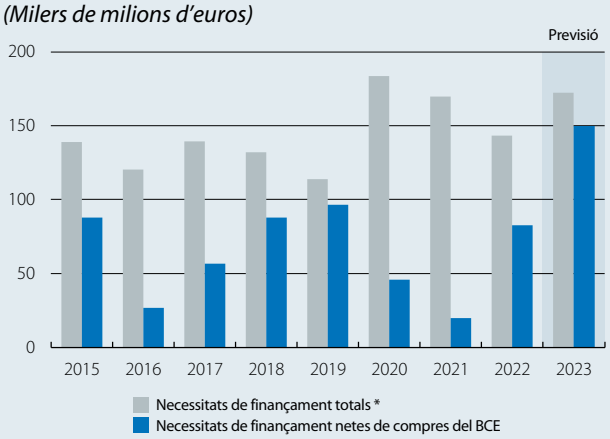
L'estratègia del Tresor: canvis importants després de la finalització de les compres netes per part del BCE

L'estratègia del Tresor per al 2023, publicada a mitjan gener, recull que l'emissió neta prevista per a enguany és de 70.000 milions d'euros, la qual serà coberta íntegrament mitjançant instruments a mitjà i a llarg termini. Es tracta d'una quantitat similar a la del 2022. Per la seva banda, l'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini, que afegeix les amortitzacions previstes, pujarà a 172.500 milions d'euros (el 20,4% més que el 2022).

El canvi d'escenari és destacable, perquè el BCE ha anunciat una modificació de la seva estratègia. El 2022, va realitzar compres netes de deute sobirà espanyol per valor de 30.000 milions i va reinvertir amortitzacions per valor de 31.000 milions. El 2023, el BCE no solament no realitzarà compres netes, sinó que, de totes les amortitzacions (que estimem en uns 33.500 milions), només reinvertirà deute a mitjà i a llarg termini per un valor proper als 22.500 milions d'euros.[1] Així, doncs, el mercat haurà d'absorbir uns 11.000 milions addicionals als 70.000 milions d'emissions netes. 81.000 milions representen, aproximadament, el 5,8% del PIB previst per al 2023.

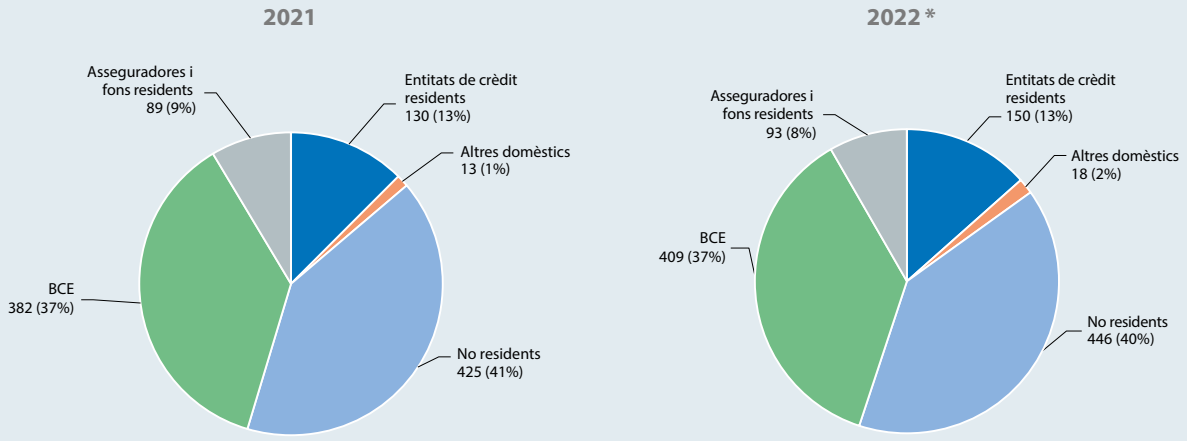
Malgrat el menor protagonisme del BCE, el context de tipus d'interès més alts hauria de facilitar que altres agents, ja siguin domèstics com no residents, absorbeixin les necessitats de finançament d'Espanya. Així, cal destacar que les tinences de deute espanyol mostren una bona diversificació de la base inversora (vegeu el segon gràfic). El 2022 (dades fins a l'octubre), els inversors estran-

Espanya: necessitats de finançament
(Milers de milions d'euros)



Nota: ** Les xifres d'amortitzacions no inclouen les Lletres. Per exemple, es van amortitzar Lletres per valor de 94.419 milions el 2022, i l'Estratègia del Tresor preveu que s'amortitzin 89.325 milions el 2023.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

Espanya: tinences de deute de l'Estat (bons i obligacions)
Milers de milions d'euros i estructura (%)



Nota: ** Dades de l'octubre del 2022.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

1. Les xifres per a amortitzacions i per a reinversions el 2023 són estimacions pròpies. Després d'anunciar, al desembre, els detalls per reduir la cartera de l'APP a partir del març, estimem que, el 2023, el BCE deixarà que vencin 11.000 milions d'euros del deute espanyol a la cartera sense reinvertir-los (és a dir, el 0,8% del PIB).

gers van mostrar la seva confiança ampliant les tinences de deute espanyol (sense Lletres) en 21.000 milions d'euros en relació amb el tancament del 2021. D'aquesta manera, el seu pes sobre el total de tinences del nostre deute s'ha mantingut al voltant del 40%, i han tingut una participació especial en les emissions sindicades del 2022. D'altra banda, els inversors domèstics, que compten amb el 23% de tot el deute, també poden augmentar les tinences, animats per la seva major remuneració, en especial en els títols amb venciment a curt termini (Lletres del Tresor).

Mirant l'estoc total, estimem que el deute públic en mans del BCE representarà el 2023 el 38% del PIB, i el 73% sobrant del PIB quedarà en mans de la resta d'inversors. Entre els anys 2012 i 2015, el volum de deute en percentatge del PIB en mans d'actors que no eren el banc central va superar amb escreix aquesta xifra (amb un pic del 98% el 2014).

Altres factors de suport

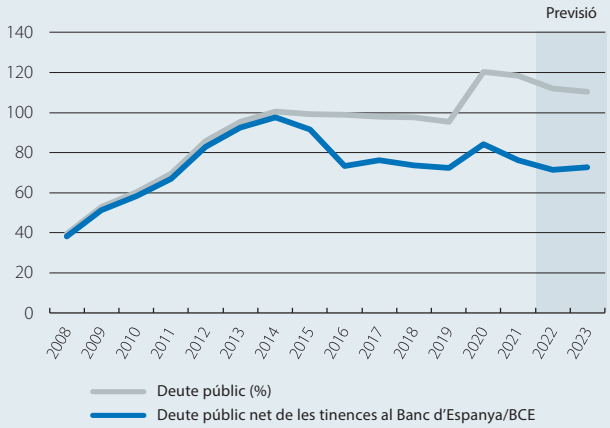
Més enllà del major protagonisme dels inversors privats, hi ha altres factors clau per entendre en quines condicions el Tresor haurà de satisfer aquestes necessitats de finançament el 2023, com uns costos de finançament favorables, malgrat el recent enduriment monetari, i una vida mitjana del deute llarg.

En concret, el 2022, el cost de finançament mitjà de les noves emissions (amb Lletres) va repuntar fins a l'1,35% després de situar-se en terreny negatiu (el –0,04%) el 2021. Malgrat això, el cost mitjà del conjunt del deute ha repuntat de forma molt moderada, de l'1,64% el 2021 fins a l'1,73% el 2022. I és que, per ancorar els baixos costos de finançament dels últims anys, el Tresor va optar per emetre en els trams més llargs de la corba de venciments. Això ha permès incrementar la vida mitjana del deute espanyol, que se situa en els 7,9 anys (7,8 anys el 2020 i 6,5 anys el 2009-2010), i s'espera que s'estabilitzi al voltant dels 8 anys en els propers anys.[2]

El 2023, es preveu que el cost mitjà del conjunt del deute repunti de forma molt moderada, gràcies al venciment de deute que va ser emès fa anys a tipus superiors als actuals i al baix risc de refinançament de la cartera.[3] D'aquesta manera, el cost mitjà del deute de l'Estat (sense les Lletres) es podria situar, el 2023, en el 2,1%, un nivell clarament superior al que esperàvem fa un any, però molt inferior al de fa una dècada (el 2011, per exemple, el cost mitjà del deute de l'Estat va assolir el 4,3%).

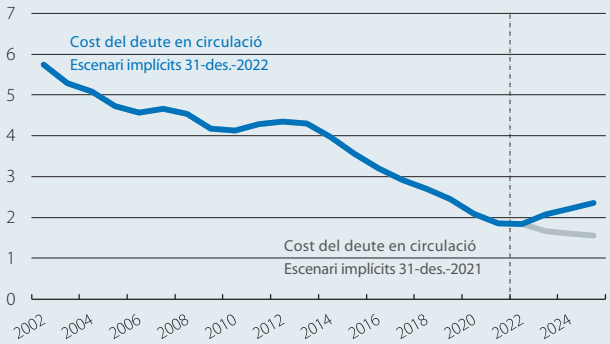
2. De cara al 2023 i als anys següents, s'espera que la vida mitjana de la cartera s'estabilitzi en 8 anys. Vegeu el llibre groc dels Pressupostos Generals de l'Estat 2023.
3. Només un petit percentatge del deute s'ha de refinançar (el 12% del total del deute amb Lletres) durant l'any, i aquesta és la proporció que es veu exposada a uns tipus d'interès més elevats.

Espanya: deute públic
(% del PIB)



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

Espanya: cost del deute de l'Estat (bons i obligacions)
(%)



Notes: *Cost del deute sense Lletres. Com el venciment mitjà és de vuit anys, la predicció es realitza a partir del tipus de mercat implícit a vuit anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de CaixaBank.*

Mirant a mitjà termini, el 2025, el cost mitjà del deute total del conjunt de les Administracions públiques es podria situar al voltant del 2,5%, la qual cosa comportaria una factura per interessos d'uns 41.000 milions d'euros, xifra que cal comparar amb els 29.000 milions del 2022 i amb els 34.000 milions previstos per al 2023. Així, l'enduriment monetari comportarà un augment gradual del cost del deute, i, tenint en compte l'elevat deute públic, serà clau dissenyar una estratègia de consolidació fiscal gradual, però sostinguda en el temps, i creïble per als inversors internacionals.

Javier Garcia-Arenas

El dèficit comercial energètic d'Espanya en xifres

El dèficit comercial de productes energètics de l'economia espanyola ha augmentat de forma considerable, i, de cara al 2023, els senyals de moderació són tímids. En aquest article, desgranem les xifres del dèficit energètic de l'economia espanyola del 2022 per entendre què explica la seva evolució i què podem esperar per al 2023.

L'evolució de la balança comercial energètica per components

Rere l'empitjorament del dèficit energètic, hi ha, principalment, l'encariment del gas natural. Segons les dades de comerç exterior registrades per Duanes fins al novembre, el preu d'aprovisionament de gas d'Espanya, és a dir, el preu mitjà que es va pagar per les importacions de gas natural, es va situar en els 57,3 €/MWh, un preu 2,7 vegades superior al del mateix període del 2021. A més a més, en aquest període, el volum de compres de gas natural va créixer el 17,7% en relació amb el del 2021, de manera que les importacions nominals van augmentar el 212% en relació amb el mateix període del 2021. Malgrat l'augment del 93% de les exportacions nominals, el dèficit comercial de gas natural va assolir els 22.200 milions d'euros en els 11 primers mesos de l'any, el màxim de la sèrie històrica en un període gener-novembre (–6.700 milions el 2021).

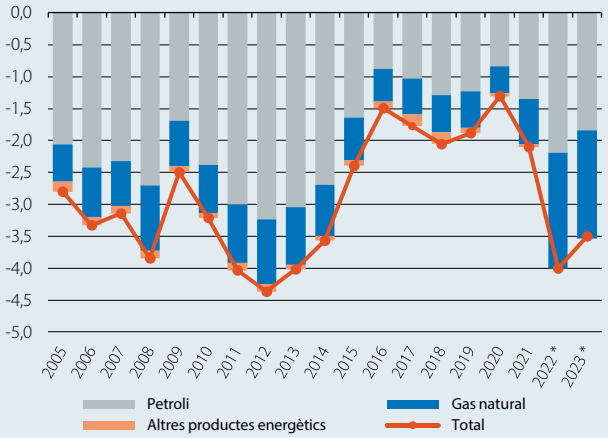
Un altre dels principals causants de l'empitjorament de la balança energètica ha estat el petroli, que, en els 11 primers mesos de l'any, va assolir un dèficit de 26.800 milions d'euros. Això ha estat així perquè el preu d'aprovisionament de les importacions de petroli es va situar el 68% per damunt del mateix període del 2021, en línia amb l'observat en el preu del barril Brent en euros.[1] A més a més, la recuperació de la mobilitat va comportar que el volum d'importacions de petroli es continués recuperant, amb un creixement del 5,6% en relació amb el mateix període del 2021, tot i que encara es van situar una mica per sota del 2019.

Pel que fa als altres dos components de la balança energètica, el carbó i l'electricitat, l'encariment de les importacions de carbó (el seu preu s'ha multiplicat per 2,2) ha estat compensat per l'increment en les exportacions d'electricitat, produïdes, en bona part, amb gas importat (el valor de les exportacions s'ha multiplicat per 3,3).[2]

Tenint en compte tot això, estimem que el dèficit energètic va tancar el 2022 en 52.000 milions d'euros, el 4% del PIB, 1,9 p. p. més que el 2021. Tal com s'observa al primer gràfic, des d'una perspectiva històrica, no es tracta d'un dèficit especialment acusat, sinó que se situa en línia amb l'observat entre el 2005 i el 2007, la qual cosa no deixa de ser sorprenent, atesa la crisi energètica que estem travessant. Això és degut al fet que la balança energètica d'Espanya és molt més sensible al preu del petroli pel major pes d'aquestes importacions en el total de les compres energètiques.[3] Així, malgrat el fortíssim encariment del gas, estimem que el seu dèficit comercial va ser de l'1,8% del PIB (1,1 p. p. més que el 2021), inferior al del petroli, que va assolir el 2,2% (0,7 p. p. més).

Espanya: balança comercial de productes energètics

Saldo sobre el PIB (%)



Nota: ** Dades estimades per al 2022 i previsió per al 2023, seguint la classificació CUCI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex.*

De cara al 2023, preveiem que el dèficit energètic es moderarà lleugerament i se situarà en el 3,5% del PIB, gràcies, principalment, a la correcció dels preus del petroli. Així, preveiem que, el 2023, el dèficit comercial de petroli passarà del –2,2% del PIB al –1,8%.

Pel que fa al gas natural, la probabilitat que el dèficit energètic per al 2023 no augmenti s'ha intensificat amb el descens recent dels preus cotitzats al mercat TTF, coincidint amb unes setmanes de menys fred de l'habitual, la qual cosa redueix el consum de les reserves acumulades, i amb l'aprovació per part de la Comissió Europea del sostre al preu del TTF en 180 €/MWh. Així, els mercats de futurs descompten al final de gener una moderació en el preu mitjà del TTF del 2023 clarament per sota dels 100 €/MWh, mentre que, al desembre, s'apuntava a uns preus situats al voltant dels 140 €/MWh. D'altra banda, és probable que, a mesura que es vagin renovant els contractes de proveïment de gas el 2023 a preus actuals, el cost mitjà pugui continuar augmentant. En tot cas, preveiem que els preus

1. Entre el gener i l'octubre, la mitjana del Brent va ser de 96 €/barril, el 65% més que en el mateix període del 2021.
2. El carbó i l'electricitat van representar el 2,6% i el 8%, respectivament, del valor total de les importacions i de les exportacions de productes energètics el 2022.
3. El 2022, les importacions netes de gas natural van representar el 24% del valor total de les importacions netes energètiques a Espanya, mentre que les de petroli es van situar en el 67%.

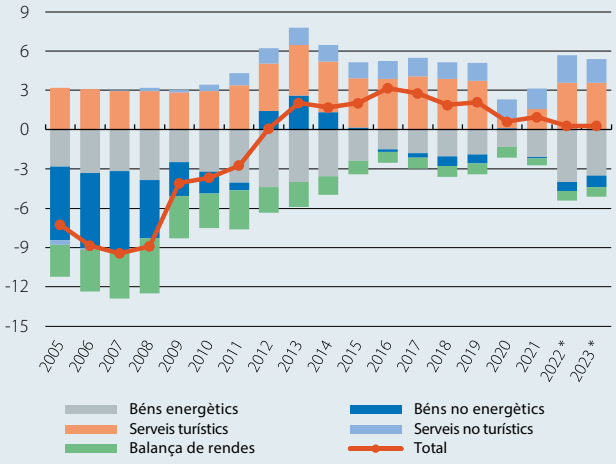
reals d'importació de gas es mantindran elevats. D'aquesta manera, estimem que el dèficit comercial de gas se situarà en l'1,7% del PIB, només 0,1 p. p. menys que el 2022.

Implicacions en la balança per compte corrent

L'empitjorament de la balança energètica té i tindrà implicacions significatives per a la balança per compte corrent de l'economia espanyola. Malgrat això, hi ha dos factors que compensen l'elevat dèficit energètic: (i) la millora de la balança comercial de serveis turístics, que estimem que va tancar el 2022 amb un superàvit del 3,6% del PIB i que, de cara al 2023, preveiem que continuarà consolidant la seva recuperació (el 2019, va assolir un superàvit del 3,7%); i (ii) el bon comportament de la balança d'exportacions de serveis no turístics, que estimem que va tancar el 2022 amb un superàvit del 2,1% del PIB, el major de la sèrie històrica. Així, tal com s'observa al segon gràfic, estimem que la balança per compte corrent va tancar el 2022 amb un superàvit del 0,3% del PIB. De cara al 2023, preveiem que l'economia espanyola assolirà un superàvit similar, la qual cosa és tota una fita per a una economia tan dependent de la importació d'energia com l'espanyola.

Jaume Servert Banegas i Javier Ibáñez de Aldecoa

Espanya: balança per compte corrent
(% del PIB)



Nota: ** Dades estimades per al 2022 i previsió per al 2023, seguint la classificació CUCI.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DataComex i del Banc d'Espanya.*

L'estalvi i la riquesa financera de les llars espanyoles disminueixen

L'escalada de la inflació va provocar una caiguda de la taxa d'estalvi en el 3T 2022

En el 3T 2022, es va produir una intensa caiguda de la taxa d'estalvi de les famílies. Cal recordar que, encara durant els dos primers trimestres del 2022, les llars espanyoles havien continuat estalviant per damunt del que ho feien abans de la pandèmia. En concret, en el 1T, la seva taxa d'estalvi (en percentatge de la renda bruta disponible o RBD) desestacionalitzada va ser del 10,1% i, en el 2T, del 8,4%, totes dues xifres per damunt del 6,7% registrat, de mitjana, entre el 2015 i el 2019. No obstant això, en el 3T 2022, hem vist una caiguda considerable de la taxa d'estalvi fins a cotes del 5,7% en termes desestacionalitzats, el registre més baix des del 3T 2018.

Davant l'augment de la inflació, les llars van reduir l'estalvi per poder sostenir el consum. En concret, l'augment del consum de les llars en termes reals va ser de l'1,4% interanual, la qual cosa representa una desacceleració notable en relació amb el 3,4% registrat en el 2T. No obstant això, en termes nominals, el creixement del consum va ser del 12%, una xifra molt superior a la de l'augment de la renda bruta disponible, que va ser de l'1,6%.[1]

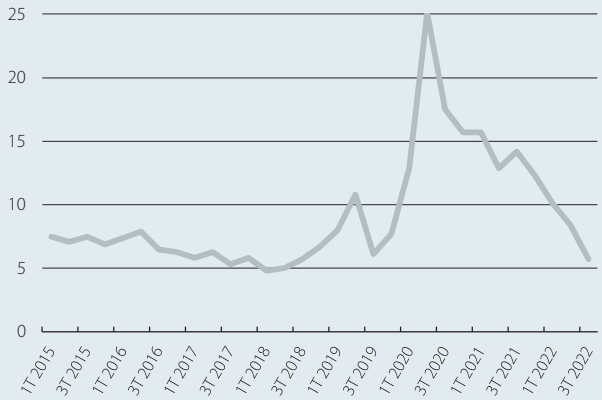
Si ens fixem en la composició de l'RBD, la bona marxa del mercat laboral va ser el principal motor del seu creixement (la remuneració dels assalariats va créixer el 5,8% interanual en el 3T), però això es va veure molt mitigat per la contribució negativa dels impostos (vegeu el segon gràfic). Això explica que la renda bruta primària (renda abans d'impostos i de transferències) augmentés molt per damunt de la renda bruta total (el 5,1% interanual la renda primària, en relació amb l'1,6% de la renda total).

En la mitjana del 2022, es preveu que la taxa d'estalvi se situï una mica per damunt del 6,0%, molt per sota del 13,7% del 2021. De cara al futur, tot fa pensar que, el 2023, la taxa d'estalvi de les famílies es continuarà reduint de manera gradual per l'impacte de la inflació, tot i que ho farà de forma més suau que el 2022. No en va, esperem que el consum nominal creixi més del 5% el 2023, un ritme difícil d'igualar per part de l'RBD en un context en què un creixement salarial una mica més dinàmic i la revaloració del 8,5% de les pensions es veuran parcialment mitigats per l'augment dels pagaments per interessos després de la pujada de l'euríbor. Així, preveiem que la taxa d'estalvi se situarà, en el conjunt del 2023, clarament per sota de la mitjana del 2015-2019, que va ser del 6,7% esmentat.

1. Segons els comptes no financers, inclou les llars i les institucions sense ànim de lucre (ISFL).

Espanya: taxa d'estalvi de les famílies

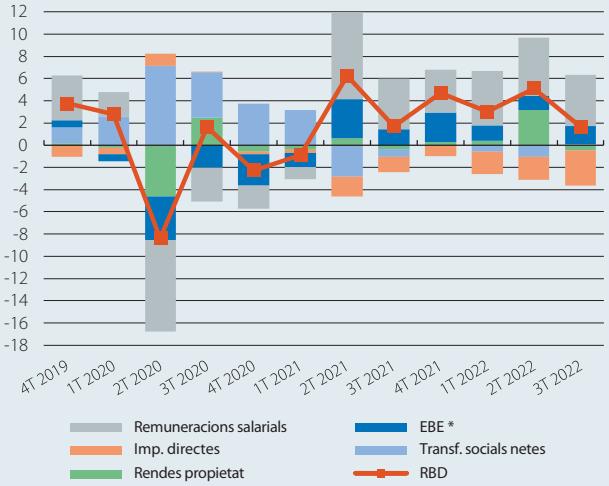
(% sobre la renda bruta disponible)



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

Espanya: renda bruta disponible de les famílies

Variació anual (%) i contribucions



Nota: ** Excedent brut d'explotació: recull les rendes de caràcter no estrictament salarial generades per a les llars per la seva participació en el procés productiu en la seva condició de productors..*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Les famílies van reduir el deute, però la riquesa financera també va caure

Es va reflectir la caiguda de la taxa d'estalvi en els actius financers de les llars? La resposta és afirmativa. No en va, l'adquisició neta d'actius financers en el 3T va ser de –27.800 milions d'euros; és a dir, es va produir una venda neta d'actius, quelcom habitual en els 3T, tot i que, en aquest cas, per un import superior als registres prepandèmia (mitjana de –23.546 milions el 2015-2019). Aquesta «desacumulació» va afectar tots els actius financers, entre els quals va destacar la participació en capital i en fons

d'inversió (FI), amb prop de 5.600 milions d'euros venuts, el volum més elevat en un 3T des del 2013.[2]

En canvi, les llars van reduir dipòsits bancaris per 1.219 milions, un volum reduït en comparació amb els –8.145 milions de mitjana en els 3T 2015-2019.

A la venda neta d'actius financers, es va afegir un efecte de revaloració negatiu de 25.500 milions d'euros[3] davant la caiguda de les cotitzacions als mercats financers. Arran d'aquests dos factors, l'estoc d'actius financers de les llars es va reduir en 53.431 milions d'euros (el –2%), la major caiguda des del 1T 2020, fins a 2,6 bilions d'euros; en termes de l'RBD, aquesta quantitat representa el 324%, el nivell més baix en dos anys. Així, l'estoc d'actius financers ha continuat perdent valor i se situa, en proporció de l'RBD, 17,5 p. p. per sota del màxim assolit en el 4T 2021 i amb prou feines 11 punts per damunt del nivell pre-COVID. En termes reals, l'estoc d'actius financers s'ha vist reduït des del final del 2019, ja que ha augmentat el 7,1% en termes nominals, mentre que la inflació acumulada ha estat de l'11,7% en aquest mateix període.

Pel que fa a l'estructura de la riquesa financera de les llars, s'intensifica la tendència dels últims anys: els dipòsits bancaris continuen sent el principal actiu i, fins i tot, augmenten la seva participació fins al 38,5% del total, 7 dècimes més que en el trimestre anterior i 3 punts per damunt dels nivells del 4T 2019. En canvi, perden protagonisme les assegurances i els fons de pensions, que representen el 12,7% del total, 3 punts menys que al final del 2019. Per la seva banda, les participacions en capital i en fons d'inversió es van estabilitzar al voltant del 43% del total.

Quant als passius nets contrets, les famílies van amortitzar deute en el trimestre (préstecs bancaris) per valor de 9.846 milions d'euros, tot i que és aviat per afirmar que estem assistint a una amortització anticipada davant les pujades de tipus d'interès, ja que es tracta d'un fenomen estacional, i aquesta quantitat és només lleugerament superior a la mitjana del 2015-2019 (–9.311 milions).[4] En conseqüència, s'intensifica el despalanquejament de les famílies: en el 3T 2022, el saldo de deute es va reduir en 10.000 milions d'euros, fins a un total de 707.528 milions (el –1,4%), el 87,5% de l'RBD (el 89,1% en el 2T), la ràtio més baixa des del final del 2003.

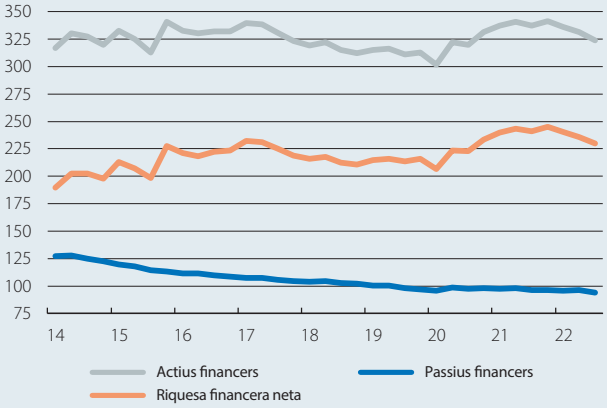
Atès que l'estoc d'actius financers de les famílies es va reduir amb més intensitat que el dels passius, la riquesa financera neta va prolongar la senda descendent i va caure gairebé 6 punts, fins al 229,9% de l'RBD, la més baixa des del 3T 2020.

En tot cas, en comparació amb la crisi del 2008-2013, les famílies gaudeixen d'una millor posició financera per esquivar amb èxit l'afebliment de l'activitat, tant en termes de riquesa com d'endeutament, que, en aquell moment (4T 2008), se situaven en el 252,3% i en el 132,5% de l'RBD, respectivament.

Sergio Díaz i Javier Garcia-Arenas

Espanya: balanç financer de les llars

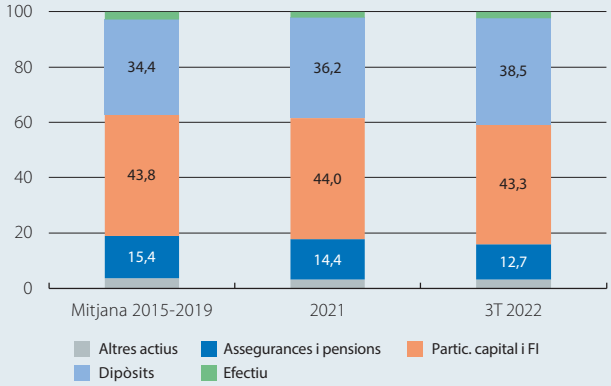
(% sobre l'RBD)



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

Espanya: estructura de la riquesa financera de les llars

(% sobre el total)



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

2. Les participacions en assegurances i en fons de pensions també van patir desinversió per valor de –2.061 milions.
3. Va destacar la notable pèrdua de valor de la cartera de participacions de capital i de fons d'inversió (–16.371 milions), en línia amb el deteriorament de les cotitzacions borsàries, i de les assegurances i dels fons de pensions (–10.500 milions).
4. En termes acumulats de quatre trimestres, la contractació de préstecs continua sent positiva i, fins i tot, s'accelera (7.624 milions, en relació amb els 6.870 milions del conjunt del 2021).

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	–	1,6	4,5	4,6	–	–1,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	6,8	0,5	–5,2	–5,4	–7,6	–4,8	–3,9
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	45,7	46,4	48,4
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	–	31,6	18,8	8,8	–	3,5	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	–	41,8	33,6	23,0	–	18,0	...	...
Preu de l'habitatge	3,7	8,1	8,5	8,0	7,6	...	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	64,7	129,5	313,4	311,7	208,4	129,5	143,7	129,5	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	51,2	51,6	...
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,8	0,3	1,2	0,1	1,7	–0,5	4,0	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	10,3	–14,1	51,4
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–18,2	–26,8	–32,6	–28,2	–28,1	–25,3	–23,0
Mercat de treball									
Població ocupada [1]	3,0	3,1	4,6	4,0	2,6	1,4	–	–	–
Taxa d'atur (% de la població activa)	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	–	–	–
Afiliats a la Seguretat Social [2]	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,7	2,4	2,3
PIB	**5,5**	**5,5**	**6,9**	**7,8**	**4,8**	**2,7**	–	–	–

Preus

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
General	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	6,8	5,7	5,8
Subjacent	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	6,3	7,0	7,5

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	–	26,2	22,2	23,3	–	23,4	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	–	36,1	35,2	38,1	–	36,0	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**–**	**8,5**	**8,5**	**7,0**	**–**	**10,2**	...	...
Béns i serveis	17,9	–	14,2	15,3	15,7	–	19,8	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–	–5,7	–6,8	–8,7	–	–9,6	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**–**	**19,8**	**21,5**	**19,8**	**–**	**23,3**	**...**	**...**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,6	3,7	2,9	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	5,2	3,6	...
A termini i preavís	–24,4	–19,9	–26,8	–25,4	–19,2	–8,3	–8,6	–4,8	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,3	19,3	15,6	6,6	–4,2	–6,7	–4,0	...
TOTAL	**6,7**	**5,1**	**6,0**	**6,0**	**5,4**	**3,0**	**2,9**	**2,4**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,4	0,7	–0,5	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,8	1,3	–0,9	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	0,2	–0,2	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,7	–1,1	–0,5	–0,9	–0,2	0,2	–0,2	...
Administracions públiques	15,3	0,1	3,4	1,9	–3,5	–1,1	–0,9	0,5	...
TOTAL	**1,1**	**0,6**	**0,4**	**0,9**	**1,0**	**0,3**	**0,5**	**–0,4**	**...**
Taxa de morositat (%) [4]	**4,3**	**–**	**4,3**	**4,1**	**3,8**	**...**	**3,7**	**...**	**...**

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.*

Després d'un 2022 brillant, el 2023 es presenta amb ombres per a l'economia portuguesa

L'economia va esquivar la contracció en el 4T 2022, i el PIB va créixer el 0,2% intertrimestral, la qual cosa representa una desacceleració en relació amb el trimestre anterior, quan va avançar el 0,4%. No obstant això, en el conjunt del 2022, el creixement del PIB va ser molt elevat, el 6,7% en relació amb el 5,5% anotat l'any anterior, sobretot tenint en compte el context advers derivat de la intensificació de la crisi energètica.

Els indicadors relatius al nou any són encara molt escassos i es limiten al sentiment dels agents econòmics al gener, que mostra una millora generalitzada de la confiança. Això, juntament amb un comportament més benigne dels preus energètics i amb una major resiliència de l'economia de la zona de l'euro, fa pensar que l'economia portuguesa podria evitar de nou la contracció en el 1T 2023. No obstant això, l'escenari per al 2023 continua envoltat d'incerteses. Esperem que el PIB creixi l'1%, un alentiment significatiu en relació amb els dos últims anys, a causa, principalment, de l'impacte de l'augment dels tipus d'interès i de la pèrdua acumulada de poder adquisitiu.

Correcció intensa de la inflació al gener. La dada preliminar de l'INE apunta a una inflació del 8,3%, en relació amb el 9,6% del desembre, la qual cosa representa el tercer descens consecutiu, a causa, sobretot, de la caiguda dels preus dels productes energètics (el –9,1% mensual). Per la seva banda, després de 15 mesos a l'alça, la inflació subjacent baixa del 7,3% al 7,0%.

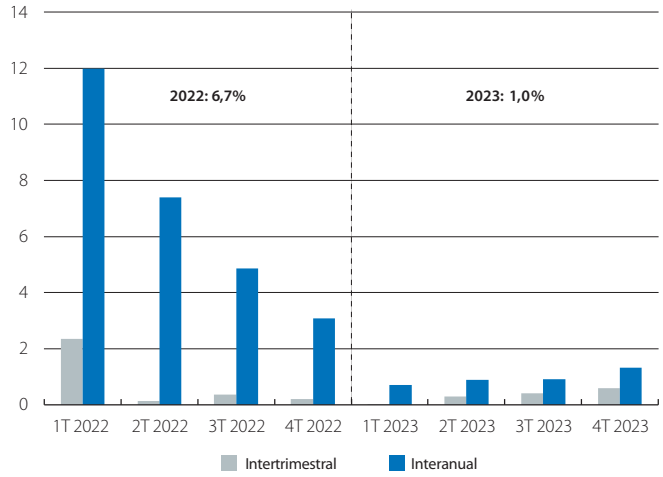
El mercat laboral pateix els efectes de l'alentiment de l'activitat. La taxa d'atur va pujar per segon mes consecutiu al desembre i va assolir el 6,7% (desestacionalitzada), la taxa més alta des del juny del 2021 i molt pròxima als nivells del 2019. Per la seva banda, la població ocupada va registrar un descens (el –0,5% interanual) per primera vegada des del principi del 2021, tot i que es manté encara clarament per damunt dels nivells prepandèmia.

La balança comercial va tancar el 2022 amb un dèficit pròxim al 13% del PIB i va assolir els 30.000 milions d'euros, el 55% més que l'any anterior, a causa, principalment, de l'encariment de les importacions energètiques. No obstant això, en termes de volum, el comportament suggereix un escenari menys negatiu: fins al novembre, les quantitats exportades, sense els combustibles, van augmentar al voltant del 6,5% interanual, ritme superior al de les importacions (el 4%).

El saldo pressupostari va millorar de manera considerable el 2022. En termes de Comptabilitat Nacional, estimem que el dèficit públic es va reduir des del 2,9% del PIB i es va situar una mica per damunt de l'1% del PIB. Aquesta millora va ser deguda al notable creixement dels ingressos (l'11,1%). Per la seva banda, la despesa va augmentar el 5,1%, per la posada en marxa de les mesures de suport per afrontar l'augment de la inflació i dels preus de l'energia. En qualsevol cas, la despesa es va situar per sota del que es preveu als Pressupostos de l'Estat del 2022, sobretot per la menor execució d'inversió pública.

Portugal: PIB

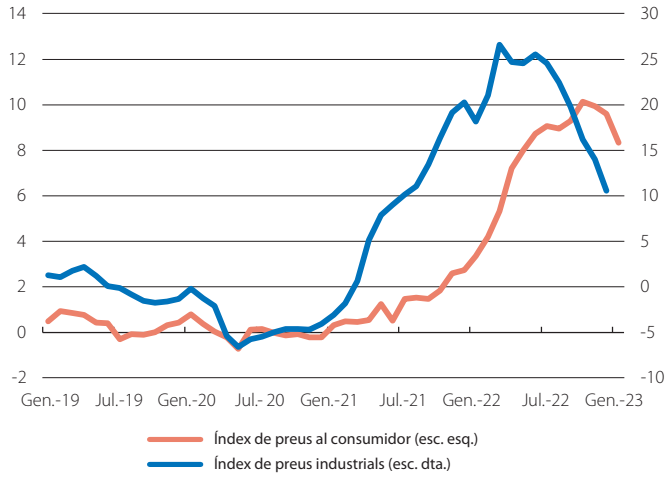
(%)



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

Portugal: IPC i índex de preus industrials

Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



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

Portugal: taxa d'atur *

(%)

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

Indicadors d'activitat i ocupació

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Índex coincident d'activitat	3,5	6,4	7,3	7,0	6,0	5,5	5,5	5,5	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,5	–2,1	2,0	1,8	0,1	–0,2	2,5	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–0,1	–2,3	–4,7	–6,6	–6,6	–6,9	–6,3
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	...	46,0	–22,6	4,3	...	0,2	...	...
Compravenda d'habitatges	20,5	...	25,8	4,5	–2,8	...	–	–	–
Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)*	8,6	13,8	11,5	14,2	15,8	13,6	13,9	13,5	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,5	259,9	298,1	244,4	158,5	169,6	158,5	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,0	13,0	21,1	17,9	8,1	7,6	5,8	6,1
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	12,7	3,1	3,3	0,0	–1,7	0,5	...
Indicador coincident del consum privat	4,9	4,6	7,0	5,6	3,5	2,3	2,2	2,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–19,3	–30,5	–31,8	–37,0	–37,7	–38,1	–37,0
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	...	4,7	1,9	1,1	...	0,4	–0,5	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	...	5,9	5,7	5,8	...	6,5	6,7	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**12,0**	**7,4**	**4,9**	**3,1**	**–**	**–**	**–**

Preus

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
General	1,3	7,8	4,3	8,0	9,1	9,9	9,9	9,6	8,3
Subjacent	0,8	5,6	3,1	5,5	6,5	7,2	7,2	7,3	7,0

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	...	21,2	18,9	22,7	...	24,5	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	...	33,3	31,5	35,1	...	33,8	...	...
Saldo corrent	**–2,5**	**...**	**–4,3**	**–4,7**	**–4,3**	**...**	**–4,1**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,7	...	–6,9	–6,4	–5,1	...	–5,1	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,2	...	2,7	1,7	0,8	...	1,1	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**1,2**	**...**	**–0,8**	**–1,3**	**–2,1**	**...**	**–1,7**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	8,9	8,2	7,8	6,4	6,5	6,4	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	15,3	12,9	11,2	7,3	7,3	7,3	...
A termini i preavís	1,2	5,2	1,1	2,3	3,3	5,2	5,4	5,2	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	9,8	8,5	–0,1	12,4	10,7	12,4	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,9**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**6,6**	**6,5**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,4	2,8	2,5	1,9	1,4	1,4	1,4	...
Empreses no financeres	2,2	–1,0	1,2	0,7	–0,5	–1,0	–1,1	–1,0	...
Llars - habitatges	3,3	2,7	3,0	3,8	3,3	2,7	3,0	2,7	...
Llars - altres finalitats	3,1	2,9	6,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,9	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	5,3	–1,3	–1,5	–2,7	–0,2	–2,7	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,8**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**1,4**	**1,2**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [2]	**3,7**	**...**	**3,6**	**3,4**	**3,2**	**...**	**–**	**–**	**–**

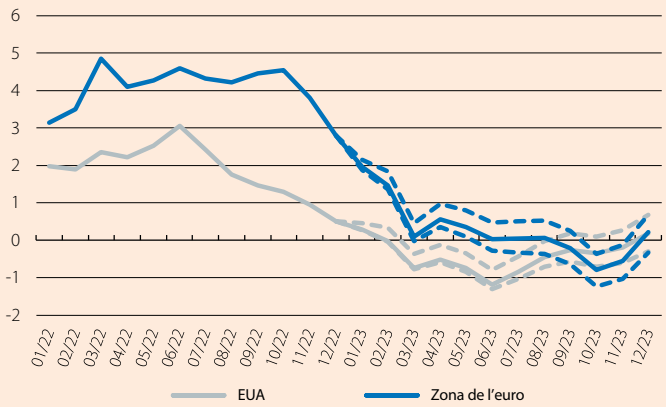
Notes: *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

Baixarà la inflació? Les grans tendències per al 2023

Diu el refrany que val més boig conegut que savi per conèixer, però la inflació potser és un cas especial. Vella coneguda dels economistes, no presentava xifres com les del 2022 des del principi de 1980. En altres paraules, fins al 2021, gairebé el 45% de la població europea no havia viscut mai amb inflacions tan altes, i només el 30% les havia vist en edat adulta. De fet, en l'última dècada, la inflació preocupava per la seva feblesa. No obstant això, després de la pandèmia i de la invasió d'Ucraïna, s'ha recuperat ràpidament el terreny perdut: si, al final del 2019, l'índex de preus de la zona de l'euro (IPCH) era el 7% inferior al que hauria d'haver estat segons la inflació objectiu del 2%,[1] el fort creixement dels preus ha fet que l'IPCH tanqués virtualment tota aquesta bretxa al final del 2022. Què passarà el 2023?

Energia: contribució a la inflació general

(p. p.)



Notes: *A partir del gener del 2023, les línies contínues mostren la contribució del component energètic estimada en funció de les nostres previsions de preus del petroli i del gas. Les línies discontínues corresponen a un escenari més sever (línia superior, amb preus del gas semblants als de l'octubre del 2022 i amb el petroli accelerant fins als 110 dòlars) i més favorable (línia inferior, amb preus del gas segons els futurs del gener del 2023 i el petroli al voltant dels 75 dòlars).*
Font: *CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades d'Eurostat, del Bureau of Labor Statistics i de Bloomberg.*

El big-bang de la inflació

Les forces que han fet enlairar la inflació són globals, més aviat impredictibles i exògenes. Abans de res, la pandèmia va provocar forts desajustaments entre demanda i oferta en generar disrupcions en la cadena de subministraments globals, bloquejar el consum de serveis i redirigir una bona part de la demanda cap als béns. Així, van sorgir colls d'ampolla i la inflació va començar a despuntar, impulsada pels béns, per l'encariment dels aliments i per un efecte rebot en els preus energètics (que, inicialment, s'havien enfonsat amb l'esclat de la pandèmia). Més endavant, la reobertura total també va donar lloc a una alça de preus als serveis, a mesura que es normalitzava la seva activitat.

Els desajustaments entre oferta i demanda que va provocar la pandèmia havien de tenir un efecte transitori sobre la inflació i, en absència d'efectes de segona ronda, havien de desaparèixer amb la normalització de les economies. De fet, els colls d'ampolla s'han anat desfent i, des de la tardor del 2022, segons diferents indicadors, es troben en nivells de relativa poca tensió i contribuiran a frenar la inflació el 2023, tot i que és difícil precisar a quina velocitat (la transmissió entre els colls d'ampolla i els preus de consum va ser ràpida el 2021, però l'evidència històrica suggereix que pot haver-hi retards que arribin a l'any).[2]

Abans que aquesta normalització es pogués materialitzar, la invasió d'Ucraïna va afegir més benzina a la inflació, amb una pressió inusitada sobre els preus energètics i amb la intensificació de l'alça dels aliments.[3] Els moviments han estat tan virulents (l'energia va arribar a repuntar més del 40% interanual a les principals economies avançades) que, a través de la seva pressió sobre els costos de producció, l'augment dels preus energètics s'ha filtrat a una gran part de la cistella de consum: per exemple, s'estima que, a la zona de l'euro, els components «sensibles a l'energia» han afegit més de 2 p. p. a la inflació dels serveis i gairebé 3 p. p. a la dels béns (aproximadament, el 50% de la inflació en els dos casos).[4]

Així i tot, la virulència del 2022 tindrà, gairebé mecànicament, un efecte a la baixa el 2023. D'una banda, cal tenir en compte que, en el conjunt del 2022, el petroli i el gas, dos dels grans determinants dels preus energètics, van repuntar el 60% (Brent) i el 180% (TTF), respectivament. Repetir aquestes xifres el 2023 significaria veure preus extremadament tensionats: el petroli en els 130 dòlars i el gas en els 320 €/MWh. Però la dinàmica dels últims mesos ha estat l'oposada: els preus s'han estabilitzat i les previsions (tant dels analistes com dels futurs de mercat) suggereixen que es mantindran en cotes inferiors a les del 2022. Així, en absència d'escenaris extrems, la forta contribució directa i positiva de l'energia s'hauria de diluir ràpidament (vegeu el primer gràfic).[5] De l'altra, els aliments es veuen afectats per efectes de segona ronda (l'alça dels propis aliments, de l'energia i d'altres *inputs*) i les projeccions no apunten a una moderació abans de la meitat o del final del 2023.[6]

Finalment, tant la pandèmia com la invasió russa van motivar l'activació d'ajuts fiscals per alleujar l'impacte de les crisis sobre els ingressos de les famílies. Durant la pandèmia, les mesures van ser especialment contundents als EUA, i s'estima que van contribuir de forma significativa al repunt de la inflació,[7] mentre que, a Europa, destaquen els ajuts contra la crisi energètica: s'estima que van

1. És a dir, si, des del principi del 2013 (que va ser quan va començar la feblesa sostinguda de la inflació), els preus haguessin crescut el 2% anual.
2. Vegeu Celasun, O. *et al.* (2022), «Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?», Fons Monetari Internacional.
3. Vegeu el Focus «L'impacte de l'encariment de les primeres matèries agrícoles als països emergents i amb ingressos baixos», a l'IM12/2022.
4. Vegeu Lane, P. (2022), «Inflation Diagnostics», The ECB Blog.
5. El gràfic projecta la contribució de la inflació energètica el 2023 a partir de la seva relació històrica amb els preus del petroli i del gas. Considerem tres escenaris: (i) les nostres pròpies previsions energètiques, (ii) preus tensionats (gas al nivell de l'octubre del 2022 i petroli accelerant cap als 110 dòlars), i (iii) preus relaxats (gas segons els futurs del gener del 2023 i petroli al voltant dels 75 dòlars).
6. BCE (2022), Projeccions macroeconòmiques del desembre del 2022.
7. Vegeu De Soyres, F., Santacreu, A. M. i Young, H. (2022), «Fiscal policy and excess inflation during COVID-19: a cross-country view», FEDS Notes, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 de juliol del 2022.

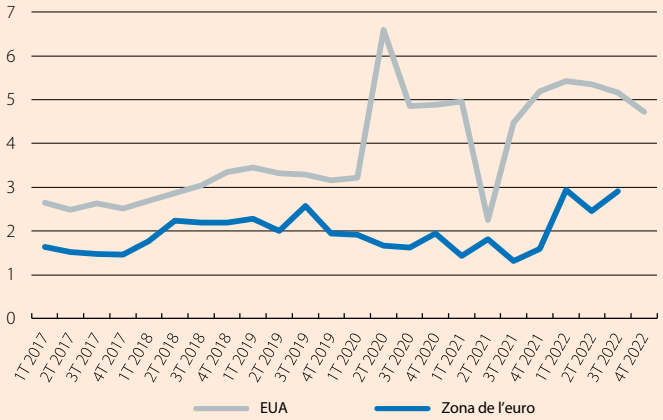
frenar la inflació en una mica més d'1 p. p. el 2022 i que continuaran restant-li 0,5 p. p. el 2023 (en conseqüència, la seva retirada el 2024 tendirà a ajudar a apujar els preus per un efecte base).[8]

Els efectes de segona ronda a través dels salaris

Enguany, a més a més, els bancs centrals tindran la mirada posada en un dels principals determinants de la inflació a mitjà termini: els salaris. En la teoria, els augments salarials superiors a l'augment de la productivitat generen inflació a causa dels costos més elevats que les empreses han d'assumir. Així mateix, els augments salarials a taxes dinàmiques estimulen la demanda agregada de béns i de serveis i tendeixen, al seu torn, a pressionar els preus. Les dades del 2022 ens han mostrat que l'evolució salarial als EUA ha estat molt dinàmica, amb augments superiors al 5% interanual, mentre que, a la zona de l'euro, aquestes taxes s'han situat en nivells no gaire superiors a la mitjana històrica (el 2,4%).

EUA i zona de l'euro: salaris

Variació interanual (%)

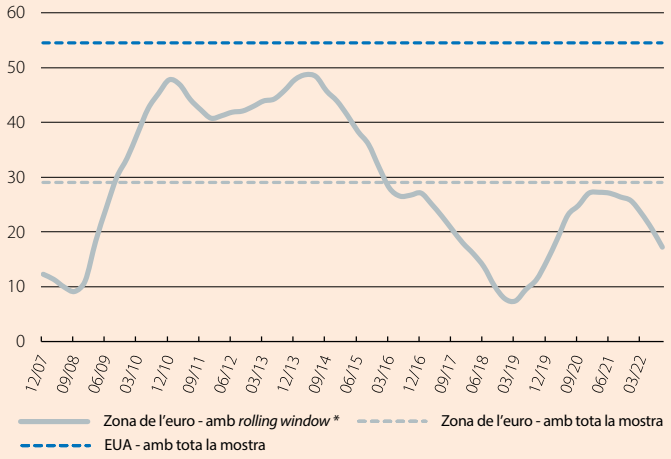


Nota: *Per als EUA, mostrem l'evolució dels salaris per hora i, per a la zona de l'euro, els salaris negociats en conveni.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i del Bureau of Labor Statistics.*

Als EUA, malgrat que encara pot ser aviat per afirmar-ho, ja s'ha iniciat una lleugera tendència a la baixa dels salaris, de manera que no sembla que els efectes de segona ronda hagin de ser un problema el 2023. A la zona de l'euro, el creixement salarial ve de taxes baixes, però que van a l'alça de forma gradual. I és plausible que, arran de les pressions al mercat laboral per minimitzar la pèrdua de poder adquisitiu, el 2023 s'observin augments salarials superiors a l'habitual. Per quantificar l'impacte que els salaris podrien tenir sobre la inflació en els propers trimestres, identifiquem els components de la cistella nucli que han estat, històricament, sensibles als augments salarials: el 30% a la zona de l'euro i més del 50% als EUA.[9]

Cistella nucli sensible als salaris

(%)



Notes: *Considerem que un component és sensible als salaris si, en la regressió de mínims quadrats ordinaris de la seva evolució de preus en relació amb els salaris contemporanis i el seu retard, qualsevol dels coeficients és positiu i significatiu al 95%. Per a la zona de l'euro, utilitzem la mostra del 2001 al 2019 i, per als EUA, del 2012 al 2019. * En lloc d'utilitzar tota la mostra, realitzem la mateixa regressió amb una mostra de cinc anys que anem movent al llarg del temps (*rolling window*) i permetem, així, que un component pugui ser, en alguns períodes, sensible a la inflació i, en uns altres, no.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

Aquesta xifra ofereix una mesura del risc als efectes de segona ronda. És a dir, si el creixement salarial guanya dinamisme a la zona de l'euro, sabem que el 30% de la cistella nucli també tendeix a ser susceptible d'augmentar. Ara bé, hi ha diversos arguments que matisen aquest possible risc. El primer és que encara no s'observen pressions salarials significatives a la zona de l'euro. De fet, els salaris estan creixent molt per sota de la inflació i els senyals d'acceleració són continguts. El segon és que si, en aquest exercici il·lustratiu, permetem que els components puguin canviar la seva condició entre sensible i no sensible al llarg del temps,[10] veiem com el pes dels components sensibles ha disminuït a la zona de l'euro des de l'esclat de la pandèmia (vegeu el tercer gràfic). I el tercer és que als EUA, una economia on ja s'ha observat una forta acceleració dels salaris i amb una estructura de la cistella de consum una mica més susceptible a l'efecte de segona ronda, la contribució dels components sensibles als augments salarials en la inflació nucli s'ha mantingut al voltant de la mitjana històrica. De fet, als EUA, el principal component que està empenyent a l'alça la inflació nucli, i que és sensible als salaris, és el cost de l'habitatge (*shelter*), amb un pes en la cistella superior al 40% i amb una taxa interanual en el 7%. S'espera que la inflació d'aquest component es mantingui encara elevada durant la primera meitat del 2023, per la inèrcia que sol mostrar, tot i que, de cara a la segona meitat de l'any, es podria començar a moderar.

En definitiva, aquestes perspectives d'una inflació moderant-se el 2023, fins a unes cotes per sota del 4% al final de l'any a la zona de l'euro i als EUA, donen suport a la nostra visió que el cicle de pujades de tipus per part dels bancs centrals hauria de finalitzar abans d'aquest estiu (de fet, abans de la primavera en el cas de la Fed). No obstant això, tant la Fed com el BCE voldran mantenir un posicionament restrictiu durant un temps per assegurar que es torna a l'objectiu del 2%, una tasca que, a causa de la inèrcia que, pel que sembla, mostrarà la inflació nucli, no serà senzilla.

Ricard Murillo Gili

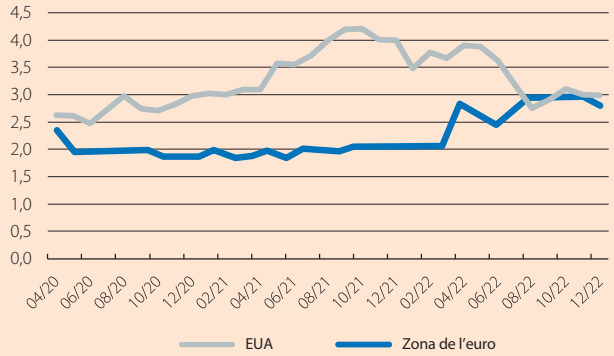
8. BCE, *op. cit.*
9. En concret, estimem una regressió de mínims quadrats ordinaris de cada component de la inflació nucli (sense energia ni aliments) contra els salaris contemporanis i d'un trimestre anterior. Considerem que un component és sensible als salaris si qualsevol dels coeficients dels salaris o el seu retard és positiu i significatiu al 95%.
10. En lloc d'utilitzar tota la mostra (des del 2001 fins al 2019), realitzem la mateixa regressió amb una mostra de cinc anys que anem movent al llarg del temps (*rolling window*) i permetem, així, que un component pugui ser, en alguns períodes, sensible a la inflació i, en uns altres, no, sota les mateixes condicions explicades a la nota anterior.

Com evolucionarà la inflació a llarg termini? Un enfocament global

Més enllà de les perspectives d'inflació per a l'any que estrenem, és important per completar la narrativa tenir una visió estructural d'on se situarà la inflació a llarg termini a les economies avançades i quins seran els determinants que caldrà seguir amb especial atenció. En el fons, la pregunta és on se situarà la inflació quan acabi el cicle que va començar amb la COVID-19 i que ha prosseguit amb la guerra a Ucraïna i què passarà amb els objectius d'inflació.

EUA i zona de l'euro: expectatives d'inflació dels consumidors a 3 anys

(%)



Notes: *Mitjanes d'aquestes expectatives. Dades dels EUA disponibles fins al desembre del 2022 i de la zona de l'euro, fins al novembre del 2022.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Survey Household Expectations de la Reserva Federal de Nova York i del Consumer Expectations Survey (CES) del BCE.*

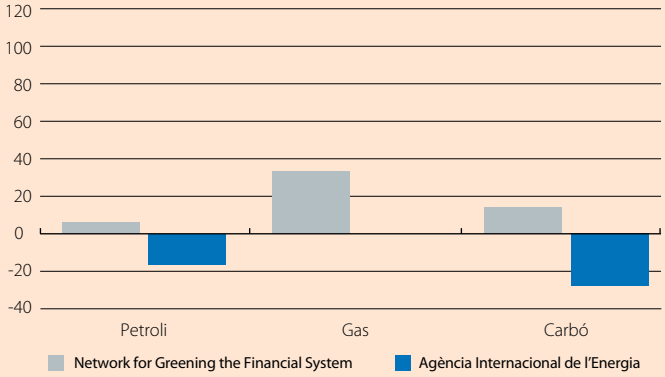
Perquè la inflació es pugui situar de nou prop del 2,0% a mitjà termini, objectiu de la majoria de bancs centrals, serà imprescindible ancorar les expectatives dels agents econòmics al voltant d'aquest nivell, és a dir, evitar que pensin que ens endinsem en un món amb inflacions persistentment per damunt de l'objectiu. Segons l'anàlisi del BCE, les expectatives d'inflació dels consumidors europeus a tres anys vista han pujat del 2,0% a gairebé el 3,0% en tot just un any (vegeu el primer gràfic). Es tracta d'un salt gens menyspreable que caldrà veure si es consolida o s'acaba desfent.[1] La credibilitat del banc central i les seves polítiques per evitar els efectes de segona ronda seran claus. I amb una visió a llarg termini, que constitueix el focus d'aquest article, factors com la transició energètica, l'evolució de la globalització i els fluxos migratoris jugaran un paper fonamental en les dinàmiques de la inflació.

A les economies avançades, la transició energètica tindrà un impacte incert sobre el nivell de preus agregat, ja que hi ha diferents forces contraposades que operen sobre els preus dels combustibles fòssils. Pel costat de l'oferta, la incertesa reguladora pot reduir l'oferta d'aquests combustibles, la qual cosa implicaria preus més alts. En canvi, el *frontloading* de la producció, per l'empitjorament de les expectatives, i la irrupció de les innovacions tecnològiques (captura i millores en l'emmagatzematge de carboni, etc.) reduirien els preus. Pel costat de la demanda, sembla que dominen els factors que comportarien una reducció dels preus dels combustibles fòssils: la preferència per les energies netes i una major inversió en energia verda reduirien la demanda de combustibles fòssils i, per conseqüent, els seus preus, però la introducció d'un impost sobre el carboni tindria un efecte incert, ja que, tot i que es redueix la demanda i, per tant, el preu abans de l'impost, en funció del tipus impositiu, el preu després de l'impost podria ser més elevat.[2]

En qualsevol cas, els estudis realitzats fins ara mostren que, malgrat que es dugui a terme una transició energètica ambiciosa entre ara i el 2030 (vegeu el segon gràfic), l'augment del preu dels combustibles fòssils seria contingut (del 6% en el petroli i del 30% en el gas en l'acumulat del 2020 al 2030, segons la Network for Greenning the Financial System).

*Preu internacional dels combustibles fòssils el 2030 en una transició energètica ambiciosa **

Variació 2020-2030 (%)



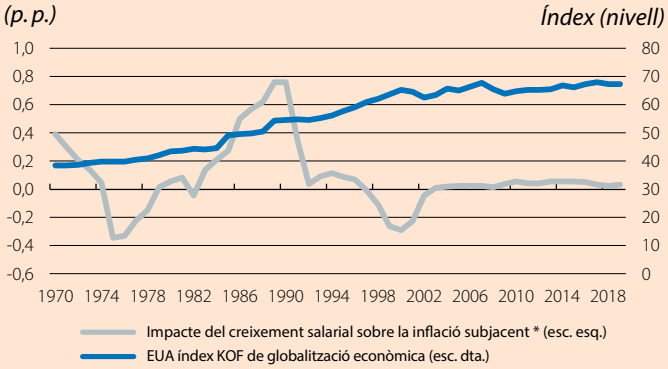
Nota: ** Es limita l'augment de la temperatura a 1,5 graus en relació amb els nivells preindustrials i s'assoleixen 0 emissions el 2050. Es calcula a partir de preus en dòlars abans d'impostos.*
Font: *Panetta, F., «Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence?», discurs BCE, novembre del 2022.*

No obstant això, si s'aconseguís completar amb èxit una transició energètica ambiciosa que limités la pujada de les temperatures a 1,5 graus per damunt dels nivells preindustrials, hi ha un ampli consens sobre el fet que l'impacte hauria de ser desinflacionista. No en va, el 2022, el cost marginal de produir energia solar ja representava una quarta part del cost marginal de les plantes gasístiques a Europa, segons l'Agència Internacional de l'Energia. Com més ampli sigui el desplegament de les renovables, abans es produirà aquest impacte de reducció de preus i abans s'assolirà la «divina coincidència», expressió encunyada per Fabio Panetta, membre del Comitè Executiu del BCE, per referir-se a un món més verd i amb energia més barata.[3] En canvi, una transició energètica poc ambiciosa comportaria pressions inflacionistes derivades d'un protagonisme més intens dels combustibles fòssils (situació a la qual caldria afegir els costos econòmics de la major recurrència de desastres naturals i d'esdeveniments meteorològics extrems).

1. Al novembre, ja es va produir una incipient flexió a la baixa.
2. No obstant això, un estudi de l'FMI amb la implementació d'un impost de carboni de manera gradual per reduir el nivell d'emissions el 25% el 2030 i amb un augment del pes de les renovables de 20 p. p. en el *mix* energètic mostra un augment molt moderat de la inflació el 2030, de com a molt 0,2 p. p. a la zona de l'euro. I aquest increment és gairebé negligible si es dedica una part del que es recapti amb aquest impost als subsidis verds per als principals sectors productius. Vegeu el capítol 3 del WEO de la tardor del 2022.
3. Vegeu el discurs de Fabio Panetta al novembre del 2022, *Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence?*.

Pel que fa a la globalització, es pot afirmar que, des d'un punt de vista teòric, ha tingut un impacte desinflacionista sobre les economies avançades en les últimes dècades. En primer lloc, en competir les economies avançades amb els preus més baixos de les economies emergents, la intensificació dels fluxos comercials redueix la inflació importada i també la domèstica, ja que els productors domèstics, en tenir més competència, es veuen obligats a millorar l'eficiència. En segon lloc, la digitalització i la major informació disponible han reforçat la globalització, ja que han creat un únic mercat mundial amb costos de recerca molt baixos, la qual cosa comporta uns preus més baixos. I, en tercer lloc, la fragmentació de la producció en les grans cadenes globals de producció ha propiciat que economies emergents amb costos més baixos s'especialitzessin en la producció de béns intermedis claus per a la producció de béns de consum. El tercer gràfic mostra que, a mesura que avançava la globalització al final del segle XX, es reduïa l'impacte del creixement salarial domèstic sobre la inflació subjacent als EUA

EUA: globalització i impacte dels salaris sobre la inflació



Nota: ** Coeficients de regressions de la inflació subjacent i del creixement salarial retardat un mes a partir del 1970 amb una finestra mòbil dels 10 anys anteriors. Aquest coeficient s'interpreta com l'augment mitjà en els 10 últims anys de la inflació subjacent si es produeix un augment del creixement salarial interanual d'1 p. p. el mes anterior. Com més elevat és l'índex de globalització econòmica, més alt és el nivell de globalització.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'Institut Econòmic de Suïssa.*

Així i tot, quan s'analitza la relació entre globalització i inflació de manera rigorosa i tenint en compte les relacions de causa-efecte, s'observa que l'impacte existeix, tot i que és petit en magnitud.[4] I és que la globalització ha reduït la inflació en béns, però no en serveis, una situació lògica, ja que són menys comercialitzables. Per exemple, la major informació disponible ha permès reduir el preu dels béns (més homogenis i més comparables que els serveis), però no el preu dels serveis.[5] A més a més, sembla que altres forces han estat més determinants que la globalització a l'hora d'explicar la caiguda de la inflació en les dècades prèvies al conflicte d'Ucraïna: la globalització es va accelerar entre el final del segle XX i el 2010, mentre que, en canvi, la gran caiguda de la inflació a nivell global es va produir entre el 1980 i el 1997, període durant el qual els bancs centrals van passar a ser independents i van fixar els objectius d'inflació, però també durant el qual la globalització estava en una fase menys rutilant (la Xina va entrar a l'OMC el 2001 i es va marcar el punt àlgid).[6]

En l'actualitat, ens trobem en un moment de replantejament de la globalització. L'emergència sanitària va mostrar la importància de no dependre d'*inputs* clau fabricats a països tercers, la qual cosa està començant a recompondre les cadenes globals de subministrament per la necessitat de diversificar els proveïdors. A la necessitat d'assegurar el subministrament, se sumen la reindustrialització de les economies avançades en clau verda i digital, la competència tecnològica entre els EUA i la Xina, amb l'establiment de barreres a l'accés tecnològic, i el debat sobre la implementació de mecanismes d'ajust de carboni a les economies desenvolupades per estar en igualtat de condicions amb les economies emergents que no en graven les emissions. Fins i tot si aquest procés desemboqués en una certa gradual desglobalització, tot fa pensar que les pressions inflacionistes que comportaria haurien de ser moderades, ja que l'impacte de la globalització sobre els preus no ha estat gaire gran en magnitud.

Finalment, no podem acabar l'article sense esmentar els fluxos migratoris. Entrem en un món amb renovades pulsions proteccionistes: la COVID-19 va provocar una reducció dels fluxos migratoris per raons sanitàries, i sembla que es pot consolidar una tendència de polítiques migratòries més dures. Els EUA són un cas paradigmàtic. Abans de la COVID-19, quan baixava la taxa d'atur, solien immigrar més treballadors per cobrir els llocs de treball de baixa qualificació, una pràctica que ha deixat de dur-se a terme. De fet, un estudi recent documenta que, per a aquests llocs de treball, hi ha un grau de substitució molt baix entre els treballadors immigrants i els treballadors natius, de manera que els primers són essencials per cobrir-los.[7] Així les coses, si es consoliden aquestes tendències de restricció dels fluxos migratoris,[8] es produirien pressions salarials alcistes en aquestes feines de baixa qualificació.

En suma, en un món més proteccionista, amb rivets de fragmentació globalitzadora i de major control migratori, una transició energètica intel·ligent, ben dissenyada i amb inversions potents en tecnologies netes, serà la clau de volta, juntament amb una política monetària amb un rumb clar i ben comunicada, perquè la inflació se situï en nivells raonables i coherents amb els objectius dels bancs centrals.

Javier Garcia-Arenas

4. Vegeu Attinasi, M. G. i Balatti, M. (2021), «Globalisation and its implications for inflation in advanced economies», ECB Economic Bulletin Articles, 4.
5. Segons els autors de l'estudi de la nota 4, caldrà investigar més per entendre les diferències en el comportament dels béns i dels serveis. La major transparència d'internet redueix els costos de recerca i accentua la competència al mercat de béns, on els productes són més comparables i més homogenis en contrast amb el sector de serveis. La globalització també té un impacte alcista sobre els preus dels serveis a través d'un altre canal, les cadenes globals de valor: els serveis són considerats com la «pega» i el catalitzador de les cadenes de subministrament complexes. Per tant, és plausible que el valor afegit i els marges comercials del sector serveis es correlacionin de forma positiva amb un ús més ampli de les cadenes de valor mundials.
6. La caiguda de la inflació global va ser de 6,9 punts entre el 1981 i el 1997 i de només 1,8 punts entre el 1998 i el 2010. En canvi, l'índex de globalització KOF va augmentar el 16,5% entre el 1981 i el 1997 i el 19,5% entre el 1998 i el 2010.
7. Comparant empreses similars que van tenir accés a treballadors migrants en feines de poca qualificació al sorteig de visats als EUA amb les que no en van trobar, s'aprecia que, de mitjana, les empreses que van haver de reduir el 50% la contractació de treballadors migrants van disminuir la producció el 18% i no van contractar més treballadors natius per a aquests llocs. Vegeu Clemens, M. A. i Lewis, E. G. (2022), «The Effect of Low-Skill Immigration Restrictions on US Firms and Workers: Evidence from a Randomized Lottery», NBER Working Paper, 30.589.
8. Això caldrà veure-ho. De fet, el canvi climàtic podria provocar grans migracions a causa dels desastres naturals.

Determinants de la inflació espanyola el 2023: efectes indirectes i aliments

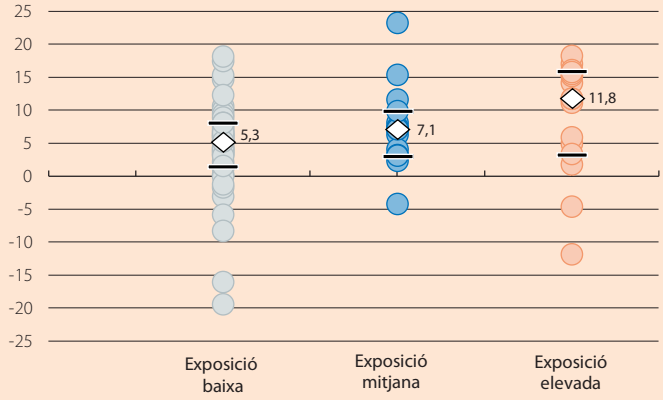
La nostra previsió d'inflació general per al 2023 a Espanya s'ha revisat a la baixa, del 4,5% al 4,2%, a causa de l'impacte dels preus més baixos de l'energia. No obstant això, els nivells de la inflació nucli (suma dels serveis i dels productes industrials) i de la inflació d'aliments es mantindran molt elevats. Això és degut al fet que, a partir d'ara, el nostre escenari contempla que les principals fonts d'inflació beuran dels efectes indirectes dels elevats preus de l'energia sobre els components no energètics de l'IPC i la forta alça dels costos de producció que estan experimentant els sectors productors d'aliments.

L'efecte indirecte de l'energia sobre la inflació

Malgrat que l'increment dels preus de l'energia s'ha capgirat al desembre (el component d'energia de l'IPC va registrar una caiguda del 6,9% interanual) i que preveiem una caiguda del preu del 6,0% per a la mitjana del 2023, estimem que els preus de l'energia continuaran sumant a la inflació el 2023, tot i que, en aquest cas, ho faran de manera indirecta. Així, els preus de l'energia, encara elevats, ja que, segons l'IPC, es mantenen el 20% per damunt del 2019, han incrementat els costos de producció de moltes empreses, que es veuen forçades a transmetre aquesta alça dels costos als seus de venda, si més no parcialment.

IPC nucli per classe i per exposició als costos energètics

Variació entre el desembre del 2019 i el desembre del 2022 (%)



Notes: *Els rombes blancs mostren la variació mitjana, i les barres negres, la variació del percentil 25 i 75. Per a més informació sobre la metodologia, vegeu la nota 1 d'aquest article.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Per analitzar l'impacte indirecte de l'energia, recorrem a les taules *input-output* de l'economia espanyola, amb les quals estimem l'exposició als costos energètics dels béns i dels serveis produïts. Creuant aquesta informació amb la dels béns i serveis de l'IPC, realitzem una categorització de les 92 classes de la cistella de consum en productes amb exposició baixa, mitjana i elevada als costos energètics. Per dur a terme la nostra anàlisi, ens centrem en els components de l'IPC nucli, de manera que excloem els productes energètics (efecte directe de l'energia sobre l'IPC) i els aliments (afectats per l'efecte indirecte de l'energia, però més substancialment per altres xocs de costos que s'analitzen més endavant en aquest article). A més a més, excloem els serveis de transport de passatgers per carretera i de transport ferroviari, ja que la intervenció sobre els seus preus esbiaixaria els nostres resultats.[1]

Com es mostra al primer gràfic, segons la nostra anàlisi, des del desembre del 2019 fins al desembre del 2022, l'increment de preus mitjà de tots els productes amb una exposició baixa als costos energètics va ser del 5,3%, mentre que, en els productes amb exposició mitjana, va ser del 7,1% i, en els d'exposició elevada, de l'11,8%. Si calculem un índex de preus de cada grup, mitjançant una mitjana ponderada en funció del pes de cada component en l'IPC, observem una dinàmica similar. Així, l'índex de preus de productes amb exposició baixa va registrar un augment interanual del 2,9%; el d'exposició mitjana, del 5,9%, i el d'exposició elevada, del 9,3%.

Si analitzem com han contribuït les tres agrupacions a la inflació nucli (sense el transport públic) en els últims mesos, observem que són els components més exposats a l'energia els que més contribueixen a la inflació nucli en proporció al seu pes en l'índex. En concret, al desembre del 2022, la inflació de productes amb exposició elevada va contribuir en 0,9 p. p. a la inflació nucli, la qual cosa representa el 19,5% de la inflació observada (que es va situar en el 4,7%), el doble del seu pes en l'índex (el 9,8%).[2] Per la seva banda, els productes amb exposició mitjana van generar el 48,7% de la inflació nucli (2,3 p. p.), quan el seu pes era del 38,7%, mentre que la contribució dels productes d'exposició baixa, que tenen un pes del 51,5% en l'IPC nucli, va ser amb prou feines del 31,7%.

Aquests resultats apunten al fet que una bona part de la inflació nucli que estem vivint ve condicionada pels preus energètics. Atès que els preus de l'energia s'estan moderant, és d'esperar que l'impacte dels efectes indirectes sobre els productes més exposats als costos energètics no continuï escalant. No obstant això, a causa del decalatge en la transmissió dels increments de costos de pro-

1. Per calcular l'exposició de l'IPC als costos energètics, s'utilitza una correspondència entre els components de l'IPC (ECOICOP) i els productes de la taula *input-output* (CPA). D'aquesta manera, es calcula el pes dels consums intermedis d'energia sobre producció per als sectors productors de les 92 classes que componen la cistella de l'IPC. Es defineixen com a exposició baixa les classes amb una ràtio de consum d'energia sobre producció per sota de la mitjana (el 2,4%); com a exposició mitjana, les que presenten una ràtio entre la mitjana i el percentil 75 (entre el 2,4% i el 4,1%), i, com a exposició elevada, les que presenten una ràtio superior al 4,1%. Si excloem l'energia, els aliments i el transport de passatgers terrestre, ferroviari i combinat, els pesos sobre la cistella de consum de cada agrupació són: exposició baixa, el 51,5%; exposició mitjana, el 38,7%, i exposició elevada, el 9,8%.
2. La inflació nucli completa es va situar en el 4,4% al desembre. En excloure els serveis de transport de passatgers per carretera i per ferrocarril, la inflació se situa en el 4,7%.

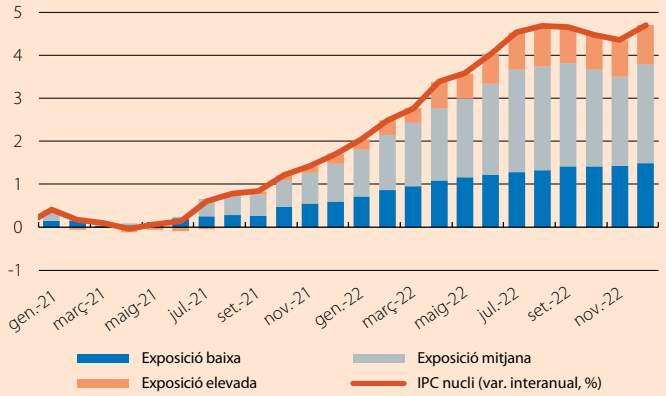
ducció als preus de venda, sí que cal esperar que els elevats nivells d'inflació assolits en l'actualitat en els components nucli mostrin persistència durant el 2023.

La tensió en els preus dels aliments

En la nostra anàlisi dels efectes indirectes de l'energia, deixem fora els aliments, ja que l'alça de costos que estan experimentant els productors agroalimentaris va més enllà del xoc provocat pels costos energètics i reflecteix, per exemple, l'encariment dels fertilitzants (claus per al sector primari) o de l'oli (molt rellevant en els aliments processats). Aquesta aglutinació de xocs ha comportat que, al desembre de l'any passat, els preus dels aliments frescos registressin un increment de l'11,4% interanual i els dels aliments elaborats, del 16,4%, de manera que van ser els components que van contribuir més a la inflació general.

Contribució a la inflació nucli en funció de l'exposició als costos energètics

(p. p.)



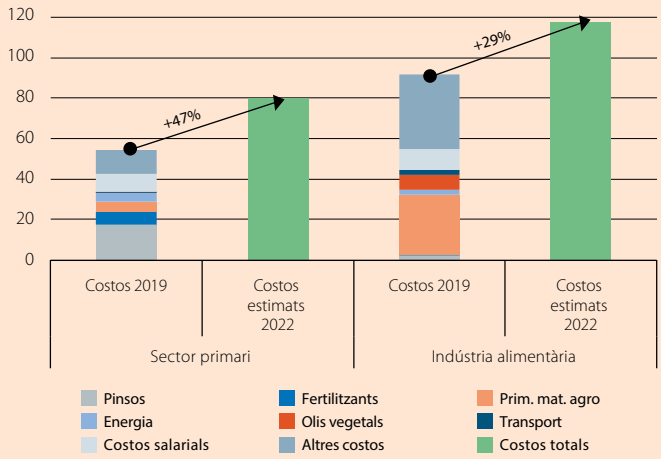
Notes: *Els pesos sobre l'IPC nucli de cada agrupació són: exposició baixa, el 51,5%; exposició mitjana, el 38,7%, i exposició elevada, el 9,8%. Per a més informació sobre la metodologia, vegeu la nota 1 d'aquest article.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Al sector primari, observem que els augments destacats en els preus dels fertilitzants i dels pinsos pressionen a l'alça els preus de consum de manera molt significativa. Segons les dades de les taules *input-output* del 2019, l'adquisició d'aquests dos productes va ser, en aquest any, el principal cost de producció per al sector primari, que va dedicar el 24% dels ingressos a costejar-ne l'adquisició (el 18% per als pinsos i el 6% per als fertilitzants). Segons les dades de l'observatori MAPA de preus agraris del mes d'octubre del 2022, els preus dels pinsos acumulen un increment del 57% en relació amb l'octubre del 2019 i els dels fertilitzants s'han multiplicat per 2,3 en el mateix període.

D'altra banda, a la indústria alimentària, observem que dos dels principals consums intermedis són les primeres matèries agroalimentàries i els olis vegetals, presents a la gran majoria de productes alimentaris processats. El 2019, la indústria va dedicar a la compra d'aquests dos tipus de productes el 37% dels ingressos (el 30% a les primeres matèries agrícoles i el 7% als olis vegetals). Les alces de preus dels dos productes han estat també destacables. El preu de venda en origen dels olis vegetals, segons l'observatori MAPA, va créixer el 68% entre els octubres del 2019 i del 2022, mentre que el preu de les primeres matèries agroalimentàries es va incrementar el 53%.

Costos intermedis i salarials dels sectors productors d'aliments

(% de la producció a preus bàsics del 2019)



Nota: *Els costos del 2022 s'estimen a partir dels increments de preus en relació amb el 2019 de l'observatori MAPA: pinsos (el +57%), fertilitzants (el +129%), prim. mat. agro (el +53%), energia (el +91%), olis vegetals (el +68%) i salaris agraris per jornada (el +11%); el deflactor de les vendes del sector de transport, de l'AEAT (el +35%), i l'increment de costos salarials unitaris, de l'INE per a la indústria manufacturera (el +5%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del MAPA i de l'AEAT.*

Com es mostra a l'últim gràfic, si creuem la informació de l'origen dels costos intermedis i salarials dels sectors agrícola i alimentari amb l'augment de preus de cada producte i amb l'increment dels costos laborals unitaris en cada sector, obtenim que, sense tenir en compte l'increment dels costos d'altres productes, els costos dels dos sectors s'haurien incrementat de forma substancial des del 2019: el 47% al sector agrícola i el 29% a la indústria alimentària.[3] Atès que els costos de producció esmentats han registrat alces importants en els últims mesos, preveiem que el seu efecte sobre els preus de consum no s'aturarà a curt termini. Per aquest motiu, el nostre escenari de previsions contempla que els preus de consum dels aliments continuaran augmentant el 2023.

Javier Ibáñez de Aldecoa Fuster

3. Els costos del 2022 s'estimen a partir dels increments de preus en relació amb el 2019 de l'observatori MAPA: els pinsos (el +57%), els fertilitzants (el +129%), les primeres matèries agro (el +53%), l'energia (el +91%), els olis vegetals (el +68%) i els salaris agraris per jornada (el +11%); el deflactor de les vendes del sector de transport de l'AEAT (el +35%), i l'increment de costos salarials unitaris de l'INE per a la indústria manufacturera (el +5%). No es tenen en compte els increments en altres costos, de manera que és possible que aquesta aproximació ofereixi un resultat inferior al real.

L'efecte dels preus d'importació sobre la inflació a Espanya

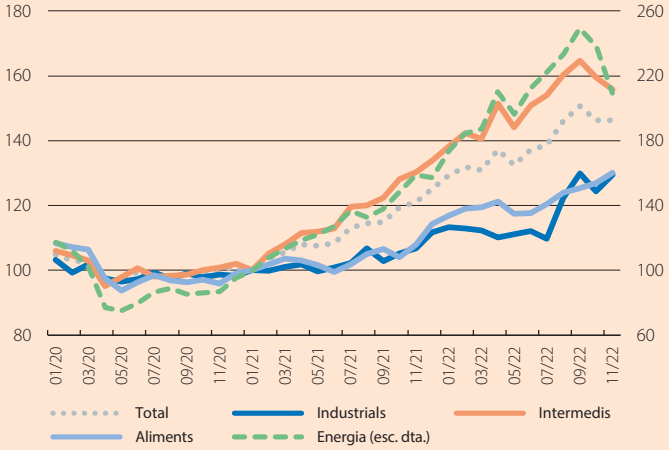
Els preus dels béns importats tenen conseqüències sobre l'índex de preus del consum: es poden transmetre de forma relativament directa, com en el cas de l'energia importada, o de forma indirecta, mitjançant l'augment dels costos dels béns intermedis utilitzats en la producció domèstica de béns o de serveis per al consumidor. En aquest article, es busca identificar quin és el grau de transmissió dels preus importats a l'IPC, quin és degut a l'energia i amb quin retard s'observa aquesta transmissió.

L'evolució dels preus d'importació

Els preus dels béns importats s'han incrementat de manera dràstica en els dos últims anys. Segons les dades del Ministeri d'Economia sobre els índexs de valor unitari de les importacions, els preus d'importació van créixer una mitjana del 26% l'any passat (amb dades disponibles fins al novembre) i acumulen un creixement del 68% des del gener del 2021 fins al novembre del 2022. Per components, en el conjunt de l'any 2022, les alces es van concentrar en els preus dels productes energètics, que van créixer el 66%, tot i que la resta d'agrupacions també van presentar forts increments de preus: els béns industrials, el 14%; els béns intermedis, el 31%, i els aliments, el 18%. Tal com s'observa al primer gràfic, malgrat que les últimes dades mostren modestos signes de moderació en els preus de l'energia i dels béns intermedis, els preus d'importació es mantenen en nivells molt elevats.

Preus d'importació per tipus de producte

Índex (100 = gener 2021) *Índex energia (100 = gener 2021)*



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

Com es transmeten els preus d'importació a la inflació domèstica?

Per analitzar l'impacte de l'alça dels preus d'importació sobre la inflació a Espanya, hem de tenir en compte els dos principals canals pels quals es transmet. D'una banda, l'impacte directe de l'energia sobre el component energètic de l'IPC, que, ateses les dades més recents, està contribuint a la moderació de la inflació general. De l'altra, un impacte més indirecte, a través de l'augment dels costos intermedis utilitzats en la producció domèstica de béns i de serveis per al consumidor. De cara al 2023, aquest segon canal és el que, probablement, serà més rellevant. Així, per tractar d'estimar-ne la importància, utilitzem tècniques estadístiques avançades que permeten quantificar l'impacte sobre l'IPC subjacent dels xocs sobre els preus d'importació energètics i no energètics al llarg del temps.[1]

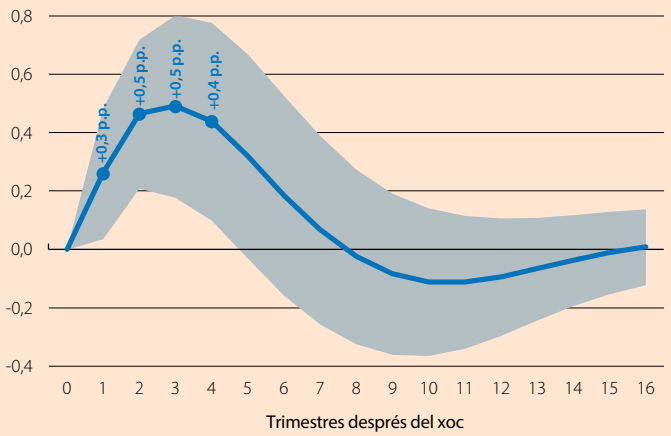
Els resultats indiquen que la transmissió dels xocs sobre els preus d'importació de béns no energètics a l'IPC subjacent és relativament intensa, directa –s'observa un impacte significatiu des del 1T després del xoc– i persistent. Segons la nostra estimació, davant un xoc de 5 p. p. en el creixement intertrimestral dels preus d'importació no energètics (similar a l'observat en el 2T 2022), la taxa de variació de l'IPC subjacent registraria un impacte a l'alça durant els quatre primers trimestres després del xoc i acumularia un increment d'1,7 p. p.[2]

Pel costat dels preus energètics, s'observa un nivell de transmissió dels xocs una mica menys intens que en el cas anterior. A més a més, l'impacte es dona més tard, tot i que sí que mostra senyals d'una persistència elevada. Per exemple, segons les nostres estimacions, un augment de 20 p. p. en la taxa intertrimestral dels preus d'importació energètics (similar a l'observat en el 2T 2022) impactaria sobre la taxa de variació de l'IPC subjacent dos trimestres després, tot i que el seu efecte persistiria fins a cinc trimestres després del xoc i generaria un increment acumulat de l'IPC subjacent en aquest període 0,6 p. p. més gran.

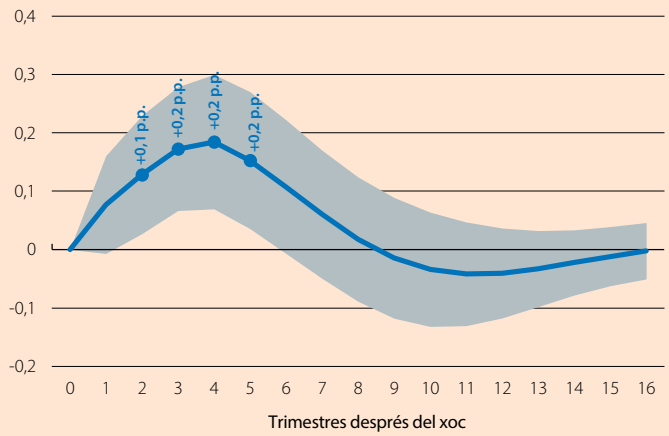
1. En concret, utilitzem un model de vector autoregressiu (VAR), amb dades de l'IPC subjacent, que exclou l'energia i els aliments frescos, el deflactor del PIB com a aproximació de les pressions d'inflació domèstiques, i dos indicadors de preus d'importació: de béns no energètics (IPRIM no energètic) i de bens energètics (IPRIM energètic).
2. Això implica que un increment intertrimestral dels preus d'importació no energètics 5 p. p. superior al que caldria esperar (per exemple, que creixi el 6% en lloc de l'1% esperat) comportaria que, en els quatre següents trimestres, l'IPC subjacent creixeria 1,7 p. p. més del que ho hauria fet sense el xoc (per exemple, que creixi el 3,7% en lloc del 2%).

*Resposta de l'IPC subjacent a un xoc en la variació intertrimestral de l'IPRIM no energètic de 5 p. p. (esq.) i de l'IPRIM energètic de 20 p. p. (dta.) **

Impacte sobre la taxa de variació intertrimestral (p. p.)



Impacte sobre la taxa de variació intertrimestral (p. p.)



Notes: ** Els gràfics mostren la resposta al llarg del temps de l'impacte sobre la taxa de variació intertrimestral de l'IPC subjacent davant un augment de 5 p. p. en la taxa de variació dels preus d'importació no energètics (esq.) i de 20 p. p. en la dels preus d'importació de productes energètics (dta.). Els dos són similars als observats en el 2T 2022 perquè l'exercici sigui il·lustratiu del que ha succeït en l'últim any. L'àrea ombrejada mostra un interval de confiança del 95%, i les etiquetes mostren la magnitud dels impactes estadísticament significatius sota aquest nivell de confiança.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Inflació importada el 2022 i què ens espera el 2023

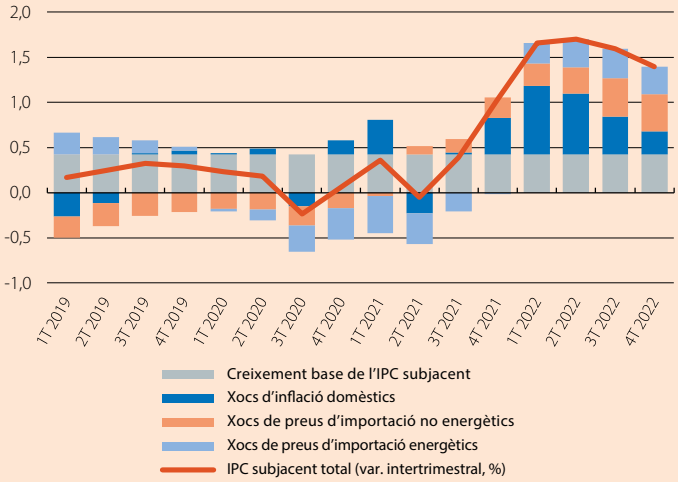
Gràcies a les sensibilitats estimades, podem calcular quins factors expliquen l'evolució de la inflació subjacent i podem distingir entre la contribució dels xocs de preus domèstics i d'importació.[3] Aquesta descomposició revela que, l'any 2022, el 55% de la variació de l'IPC subjacent va ser deguda a xocs en els preus d'importació; el 30%, a l'impacte dels preus de les importacions no energètiques, i el 25%, als preus de les importacions energètiques, la qual cosa evidencia el paper principal que està tenint l'increment dels preus d'importació en l'episodi inflacionista que estem vivint.

Així, cal esperar que, enguany, els efectes indirectes que es generen quan augmenten els preus d'importació continuaran pressionant a l'alça la inflació. Com a referència, si els preus d'importació es quedessin estables al llarg de l'any, l'IPC subjacent creixeria lleugerament per sobre del 5% el 2023, un registre encara elevat i similar al 5,2% observat el 2022.[4]

Jaume Servert Banegas i Javier Ibáñez de Aldecoa

Descomposició històrica de la variació intertrimestral de l'IPC subjacent

(p. p.)



Nota: *Es tracta de la contribució a la variació intertrimestral de l'IPC subjacent dels xocs d'inflació domèstics (en l'IPC subjacent i en el deflactor del PIB) i dels xocs en els preus d'importació no energètics i energètics (en l'IPRIM no energètic i en l'IPRIM energètic).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

3. La descomposició històrica del VAR mesura les contribucions dels xocs idiosincràtics de les variables del model (IPC subjacent, deflactor del PIB, IPRIM no energètic i IPRIM energètic) a la variabilitat de l'IPC. En absència de xocs, el model estima que l'IPC subjacent creix el 0,4% intertrimestral (l'1,6% en termes anualitzats).
4. La nostra previsió d'inflació subjacent, tenint en compte altres factors sobre els preus, és del 5,8%.

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:

Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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

Monitor de consum

Anàlisi mensual de l'evolució del consum a Espanya mitjançant tècniques *big data*, a partir de la despesa amb targetes emeses per CaixaBank, de la despesa de no clients en TPV CaixaBank i dels reintegraments en caixers CaixaBank.

Economia en temps real

Seguiu l'evolució de l'economia espanyola a través dels nostres indicadors en temps real a https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com

Informe Immobiliari 1S 2023

El sector immobiliari deixa enrere un any 2022 en què la demanda d'habitatge va batre totes les expectatives, però en el qual també es van començar a percebre els primers senyals de refredament.

Informe de Turisme 2S 2022

Malgrat que l'escenari macroeconòmic es presenta com un repte, l'anàlisi de situació de la indústria turística ens porta a tenir unes perspectives relativament positives per al 2023, després de la bona temporada estiuenca.

Informe Agroalimentari 2S 2022

La guerra a Ucraïna i el seu impacte en els preus de l'energia i de les primeres matèries agrícoles continuaran condicionant les perspectives del sector agroalimentari espanyol en el segon semestre de l'any.

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., 2023
© Banco BPI, 2023

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