IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 476 | MARÇ 2023

ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) *dòlar*

L'apreciació del dòlar i els tipus d'interès nord-americans i europeus

ECONOMIA INTERNACIONAL
Radiografia de la tensió del mercat laboral nord-americà

ECONOMIA ESPANYOLA

Fons Next Generation EU: com estan anant i com t'afecten

El sector turístic a Espanya arrenca el 2023 amb força

Llum i gas el 2022: l'esforç que va comportar la factura energètica per a les llars espanyoles

Els efectes base de la inflació el 2023: són rellevants?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Març 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*

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 març de 2023

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 LES CLAUS DEL MES

4 PREVISIONS

7 MERCATS FINANCERS

9 *Sobre el moviment d'anada i tornada del* (king) *dòlar*
Antonio Montilla

11 *L'apreciació del dòlar i els tipus d'interès nord-americans i europeus*

13 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Radiografia de la tensió del mercat laboral nord-americà*
Ricard Murillo Gili

19 ECONOMIA ESPANYOLA

21 *Fons Next Generation EU: com estan anant i com t'afecten*
Javier Garcia-Arenas

24 *El sector turístic a Espanya arrenca el 2023 amb força*
Javier Ibáñez de Aldecoa

26 *Llum i gas el 2022: l'esforç que va comportar la factura energètica per a les llars espanyoles*
Josep Mestres Domènech

28 *Els efectes base de la inflació el 2023: són rellevants?*
Oriol Carreras i Javier Ibáñez

30 ECONOMIA PORTUGUESA

Creixement de l'economia espanyola: quantitat i qualitat?

Per prendre el pols de l'activitat ens solem fixar en el creixement del PIB. Des d'aquesta perspectiva, la dinàmica més recent de l'economia espanyola està sent una mica millor del que s'esperava. I, si ampliem la perspectiva a les últimes dècades i comparem la seva evolució amb la de les economies europees més grans, també obtenim un missatge positiu. De tota manera, una anàlisi dels factors que han impulsat el creixement matisa el que sembla un bon funcionament.

Posem xifres a aquestes afirmacions. L'economia espanyola va tancar el 2022 amb un creixement del 5,5%, un ritme d'avanç elevat, molt similar al que es contemplava al començament de l'any passat, abans de l'esclat de la guerra a Ucraïna, i clarament superior al que es va arribar a considerar cap a la meitat del 2022, quan es va témer que l'impacte del conflicte podria ser substancial. Així, ara com ara, l'economia espanyola està superant l'impacte de la crisi energètica millor que els principals països europeus, els quals van tancar l'any passat amb un ritme d'avanç entre 1,5 i 2,5 p. p. per sota del registrat a Espanya. De tota manera, també cal remarcar que una part de la diferència és deguda a la major embranzida cíclica de l'economia espanyola, que encara està recuperant el terreny perdut durant la pandèmia.

L'avantatge respecte als principals països europeus es manté si es considera un període de referència més ampli. Per exemple, des de l'any 2000, el creixement mitjà de l'economia espanyola ha estat de l'1,6%, clarament per damunt dels registres d'Alemanya i de França, de 0,4 p. p. i de 0,3 p. p., concretament. Respecte a Itàlia, l'avantatge en termes de creixement és fins i tot superior, d'1,2 p. p. No són xifres menors, en especial quan es mantenen durant tant de temps.

No obstant això, els factors en què es basa el creixement són tant o més importants. Dit d'una altra manera, la qualitat és tant o més important que la quantitat. En el cas de l'economia espanyola, el creixement del PIB ha anat acompanyat d'un augment remarcable de la població. En concret, des de l'any 2000, ha crescut, de mitjana, a un ritme del 0,7% anual. En canvi, a Alemanya, a França i a Itàlia, ha augmentat a un ritme anual mitjà del 0,1%, del 0,5% i del 0,2%, respectivament.

Així, el PIB *per capita* d'Espanya l'any 2022 era un 14% superior al de l'any 2000, però cal dir que el gros de l'avanç es va concentrar en els anys previs a la crisi financera i immobiliària. De fet, l'any passat, es va recuperar el PIB *per capita* assolit el 2007.

En positiu, destaca Alemanya, on, en les dues últimes dècades, el PIB *per capita* ha incrementat de manera substancial la distància en relació amb Espanya. Malgrat que el creixement del PIB alemany és inferior el d'Espanya, el d'Espanya se sustenta en un major creixement de la productivitat. Aquesta base, més sòlida, és la que, en última instància, permet un major augment de la qualitat de vida del conjunt de la població. A França, l'augment del PIB *per capita* des de l'any 2000 ha estat similar al d'Espanya. En canvi, l'economia italiana es troba al pol oposat: porta dues dècades estancada, sense gairebé créixer ni en termes absoluts ni tampoc en relació amb la seva població. Així, el PIB *per capita* italià del 2022 era molt similar al de l'any 2000.

El camí que pren una economia no està escrit, depèn de les polítiques públiques que s'implementen i de la capacitat emprenedora i innovadora de la seva població. Respecte als grans països europeus, l'economia espanyola es troba en un punt intermedi. Podria haver pres un camí pitjor, però també un de molt millor.

Oriol Aspachs
Març 2023

Cronologia

FEBRER 2023

1 La Fed apuja tipus en 25 p. b., fins a l'interval 4,50%-4,75%.
2 El BCE apuja tipus en 50 p. b. i situa el *depo* en el 2,50% i el *refi* en el 3,00%.
6 Un terratrèmol de magnitud 7,8 sacseja Turquia i Síria, amb la xifra més elevada de morts des del 2010 i la cinquena del segle XXI.

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.

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.

Agenda

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).

ABRIL 2023

3 Portugal: producció industrial (febrer).
4 Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
12 Espanya: comptes financers (4T).
Portugal: xifra de negocis del sector serveis (febrer).
14 Xina: PIB (1T).
24 Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
27 Espanya: enquesta de població activa (1T).
Portugal: indicador de confiança d'empreses i consumidors (abril).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (abril).
EUA: PIB (1T).
28 Espanya: avanç del PIB (1T).
Espanya: avanç de l'IPC (abril).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (març).
Zona de l'euro: PIB (1T).
Portugal: avanç del PIB (1T).
Portugal: avanç de l'IPC (abril).

Del *soft landing* al *no landing*: tipus d'interès més alts durant més temps

A la passarel·la de les expressions econòmiques de moda, en les últimes setmanes, cotitza a l'alça el *higher for longer* per als tipus d'interès, que reflecteix les sorpreses positives que es van acumulant en les dades d'activitat i la resistència a la baixa que continuen mostrant components fonamentals de la cistella de preus de consum, com els aliments o els serveis. Amb l'amenaça d'una recessió diluïda a curt termini en la fortalesa del mercat de treball, la preocupació es torna a centrar en la inflació, i ara els mercats financers cotitzen pujades addicionals en els tipus oficials fins al 4% a la zona de l'euro i el 5,5% als EUA. Els 75 p. b. addicionals en relació amb el que s'havia descomptat a l'inici de l'any han tingut un impacte immediat sobre tota la corba de rendibilitats, amb especial incidència en els trams més curts, on els bons a 2 anys als EUA i a Alemanya se situen en màxims dels 15 últims anys.

Per tant, sembla que l'enèsim canvi de narrativa econòmica dels últims mesos, aquesta vegada passant del *soft landing* al *no landing*, juga a favor de la intenció dels bancs centrals de mantenir el curs, de continuar apujant els tipus i, quan s'assoleixi el pic, de romandre en terreny restrictiu durant més temps del que s'esperava. Els efectes negatius d'aquest nou gir monetari sobre el creixement es farien sentir a l'hivern de l'any vinent, com ho estaria anticipant l'ampliació dels pendents negatius dels tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic. És a dir, hem salvat el *match ball* energètic, però el partit continua, tenint en compte la complexitat de valorar els efectes potencials del major enduriment monetari de les quatre últimes dècades sobre un món que no ha deixat d'acumular deute.

Segons les dades de l'IIF, malgrat la lleugera reculada del 2022 (4 bilions de dòlars), el deute total global ascendeix a 299 bilions de dòlars (el 338% del PIB) i duplica, en termes nominals, els nivells del 2006 (+50 p. p. en percentatge del PIB). A més de l'elevat palanquejament de les empreses xineses (el 160% del PIB), ja conegut, els més vulnerables davant el nou gir de l'entorn monetari són els països emergents. Tant per l'augment del deute total des de l'inici de la pandèmia (+20 bilions, fins a un total de 95 bilions de dòlars), com pels elevats venciments que han d'assumir el 2023 (7 bilions de dòlars), amb el dòlar apreciant-se enfront de les principals divises. Recordem que, des del 2020, tres països emergents (Zàmbia, Sri Lanka i Ghana) han impagat els seus deutes.

La veritat és que, en un món tan complex com l'actual, amb diferents xocs interactuant alhora, és difícil calibrar els efectes de les pujades de tipus d'interès sobre l'activitat i sobre la inflació, tenint en compte les distorsions de tota mena que afecten els canals de transmissió de la política monetària. Els exercicis publicats recentment pel BCE reflecteixen una dispersió important en funció del model triat per valorar l'impacte. Segons la mitjana de totes les estimacions, per cada 100 p. b. de pujada de tipus d'interès, el creixement es reduiria en 0,7 p. p. i la inflació, en 3 dècimes. Atès que, al final del trajecte, la pujada acumulada se situarà entre 400 i 450 p. b., serà molt apreciable el preu que caldrà pagar en creixement per intentar aproximar la inflació a l'objectiu.

Per tant, els bancs centrals transiten per un moment tan complex com l'actual amb escasses certeses sobre els efectes de les seves decisions i amb la necessitat de mostrar una flexibilitat elevada davant les possibles sorpreses en l'escenari. Sobretot, si el que està realment damunt la taula és una insuficiència estructural de l'oferta, fruit d'una dècada i mitja amb nivells baixos d'inversió pública i privada i dels canvis que es comencen a percebre al mercat de treball als països de l'OCDE (jubilació dels *baby boomers*, cohorts de treballadors joves més reduïdes o dimissió silenciosa). Això limitaria la capacitat de corregir la inèrcia inflacionista actual (*sticky* és una altra paraula de moda) amb polítiques de demanda. En tot cas, mentre van sedimentant corrents de fons com la transició energètica (o la desglobalització), a curt termini ens haurem d'acostumar a un món amb tipus d'interès més alts. Ara com ara, els implícits dels tipus de la facilitat de dipòsit a Europa a 10 anys vista cotitzen nivells mitjans pròxims al 3%, molt per damunt dels nivells amb què hem conviscut en l'última dècada i que consideràvem neutrals fins fa un parell de trimestres. Un canvi important amb efectes no menyspreables.

José Ramón Díez

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

Mercats financers

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TIPUS D'INTERÈS							
Dòlar							
Fed funds (límit superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	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	–4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Regne Unit	2,6	1,3	–11,0	7,6	4,0	–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	2,9	0,9	1,8
Mèxic	2,4	1,9	–8,0	4,7	3,1	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	–2,7	4,8	–2,1	–3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	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	2,5	1,5
Regne Unit	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	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	0,7	2,3
Consum de les AP	5,0	1,1	3,5	2,9	–0,9	2,1	0,5
Formació bruta de capital fix	5,6	–1,4	–9,7	0,9	4,3	–1,8	2,6
Béns d'equipament	4,9	0,1	–13,3	6,3	3,8	–4,6	3,4
Construcció	5,7	–2,9	–10,2	–3,7	4,2	–0,5	2,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	5,8	–0,3	7,6	6,5	2,6	1,0	1,9
Exportació de béns i serveis	4,7	2,9	–19,9	14,4	14,9	1,1	2,0
Importació de béns i serveis	7,0	0,2	–14,9	13,9	7,7	–0,6	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	0,4	3,5	2,4
Saldo op. corrents (% PIB)	–5,9	–0,3	0,6	1,0	0,9	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	–7,0	4,7	5,7	0,9	0,9
Consum de les AP	2,3	–0,3	0,3	4,6	2,4	1,0	1,0
Formació bruta de capital fix	–0,4	–0,7	–2,2	8,7	2,7	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	4,7	1,1	2,3
Exportació de béns i serveis	5,3	4,0	–18,6	13,4	16,7	4,3	6,1
Importació de béns i serveis	3,6	2,7	–11,8	13,2	11,0	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	–1,4	–1,0	–0,3
Cap. o nec. financ. resta món (% PIB)	–7,7	–1,6	0,1	0,6	–0,5	1,3	1,6
Saldo públic (% PIB)	–4,6	–5,1	–5,8	–2,9	–1,1	–0,9	–0,8

Previsions

Els mercats anticipen més pujades de tipus d'interès

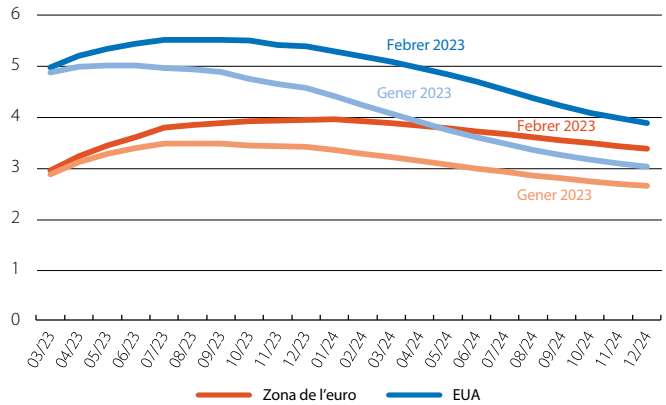
La fortalesa de les dades econòmiques agita el debat entre *hard landing* i *soft landing*. Després d'un gener pròsper i optimista, els mercats financers van reprendre la tònica de la volatilitat i de la menor apetència pel risc al llarg de febrer, en un context on les sorpreses positives en les dades econòmiques no es convertien en bones notícies per als actius de risc. Així, els inversors van interpretar la fortalesa en els indicadors macro com un esperó de la inflació, la qual cosa, al seu torn, justificaria una política monetària més restrictiva per part dels bancs centrals. D'aquesta manera, el debat sobre si l'economia mundial s'enfronta a un aterratge forçós (*hard landing*) o suau (*soft landing*) es va veure eclipsat per la possibilitat d'un *no landing*, és a dir, una situació on, malgrat els vents de cara, l'activitat i la inflació mundial es resisteixen a moderar-se. Als mercats financers, aquest canvi de to va comportar una revisió notable de les expectatives dels inversors sobre l'evolució dels tipus oficials, la qual cosa va ocasionar un nou tensionament de les condicions financeres a escala global i va escurçar els guanys que s'havien registrat tant en els actius de renda fixa com en els de renda variable i les divises emergents.

Tipus més alts i per més temps. La publicació al febrer d'unes dades d'activitat i d'ocupació millors del que es preveia, a la zona de l'euro i, en especial, als EUA, va posar de manifest la resiliència econòmica al començament d'enguany, malgrat l'enduriment de les condicions financeres. No obstant això, l'optimisme, que allunyava les amenaces de la recessió econòmica, es va esvair de seguida en constatar-se que aquesta fortalesa anava acompanyada de la persistència de les tensions inflacionistes. Aquesta situació va provocar un biaix restrictiu en el discurs dels membres de la Fed i del BCE. El de l'autoritat monetària nord-americana va ser més notable, en passar del comentari sobre l'inici del procés de desinflació de Jerome Powell a principis de mes a acabar el febrer amb la majoria dels membres apuntant a la necessitat d'incrementar els tipus de referència a un ritme més intens i durant més temps per mitigar l'auge dels preus. Mentrestant, el BCE va expressar la seva intenció d'incrementar els tipus d'interès uns altres 50 p. b. al març (fins al 3,00%), com ho va anticipar en l'última reunió, i va deixar la porta oberta a noves pujades en els propers mesos. Per la seva banda, els inversors van modificar ràpidament a l'alça les expectatives sobre l'escenari monetari a curt i a mitjà termini, que, fins llavors, situava el final del cicle alcista dels tipus d'interès al voltant de l'estiu. Així, els mercats monetaris van cotitzar que els tipus de la Fed assolirien el pic en el 5,50% abans de l'estiu i que els del BCE ho farien a la tardor gairebé en el 4,00%, i, en els dos casos, van ajornar les probabilitats de baixades fins ben entrat el 2024.

La rendibilitat del deute sobirà repunta. En un nou episodi de volatilitat, el moviment dels mercats cap a un escenari en què

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

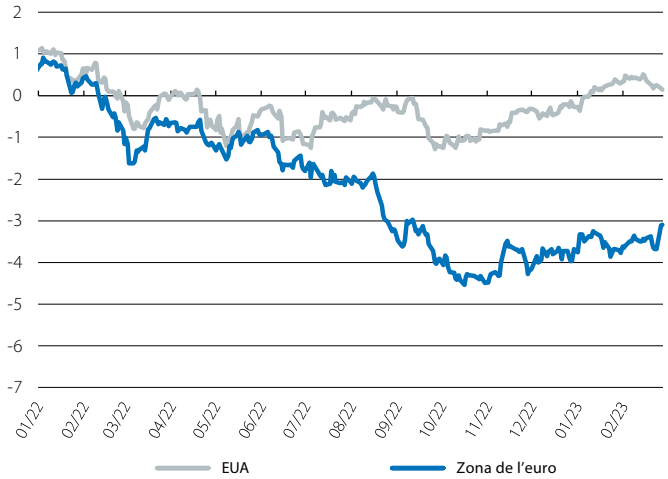
(%)



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

Condicions financeres

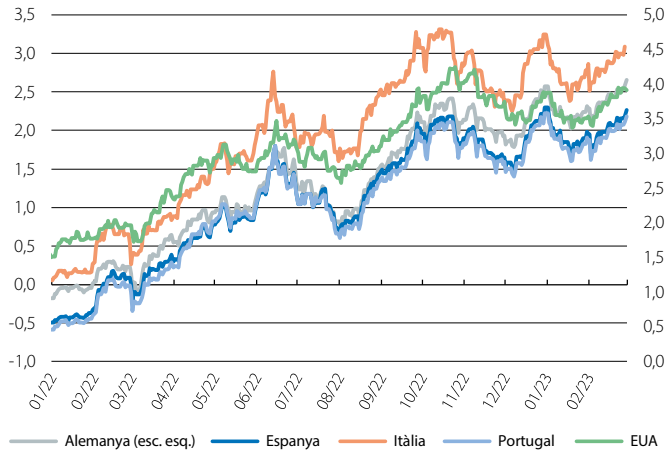
Índex (0 = mitjana històrica)



Nota: *Un valor positiu indica condicions acomodatícies, mentre que un de negatiu assenyala condicions financeres més restrictives. La mitjana històrica de referència correspon al període 1994-2008.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys

(%) *(%)*



Nota: *EUA, Espanya, Itàlia i Portugal (esc. dta.).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

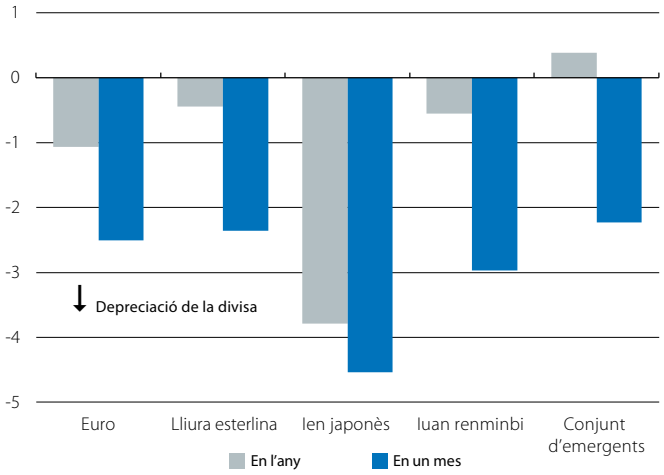
els tipus d'interès es mantenen en nivells restrictius durant més temps es va reflectir en l'augment dels tipus d'interès al llarg de les corbes sobiranes a les dues bandes de l'Atlàntic. Als EUA, el tipus a 2 anys va assolir el 4,8%, el nivell més alt en 15 anys, mentre que el del *treasury* a 10 anys va acabar en el llindar del 4%. A la zona de l'euro, el moviment de les corbes va ser semblant, amb la rendibilitat del *bund* a 10 anys situant-se en el 2,65%, màxim des del 2011. En els dos casos, els moviments en el tram curt de la corba van ser més intensos que en el tram llarg. Malgrat la pujada de les rendibilitats, les primes de risc dels països perifèrics van continuar mostrant un comportament relativament favorable, amb el diferencial espanyol mantenint-se per sota dels 100 p. b. D'altra banda, el dòlar va capitalitzar el desplaçament a l'alça de la corba de tipus als EUA i l'augment de la volatilitat als mercats monetaris i es va revalorar enfront de la resta de divises. En l'intercanvi amb l'euro es va apreciar prop del 3% al llarg del mes, tot i que aquesta tendència es podria revertir en els propers trimestres (vegeu el Focus «Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) dòlar», en aquest mateix informe).

Els productes energètics s'abarateixen. El preu del Brent va acabar el mes de febrer lleugerament a la baixa (el –0,7% mensual) i va encadenar el quart mes de descensos. La seva cotització va estar afectada per l'augment dels inventaris als EUA i pel temor que l'enduriment de la política monetària nord-americana pugui refredar la demanda a nivell mundial. No obstant això, la millora incipient de les dades d'activitat a la Xina i les escasses perspectives d'un augment de l'oferta per part de l'OPEP van compensar les pressions a la baixa sobre el petroli. Així mateix, el gas natural europeu (la referència del TTF holandès) es va abaratir el 19% al febrer i va acumular un descens del 86% des dels màxims de l'agost (tot i que encara es manté el 250% per damunt de la mitjana precrisi). El preu es va situar per sota dels 50 €/MWh gràcies a l'elevat nivell de reserves gasístiques de la UE, al repunt de les importacions de gas natural liquat i a la meteorologia favorable.

El gir en les expectatives dels tipus d'interès entela els guanys borsaris. La perspectiva d'un escenari amb tipus d'interès més elevats durant més temps va enterbolir l'ànim dels inversors en relació amb la marxa del cicle econòmic. Aquest aspecte va ser especialment notable en el comportament dels índexs borsaris nord-americans, que van acabar el mes amb reculades superiors al 2%. Els índexs europeus van registrar un comportament més positiu (Eurostoxx 50, el +2%), i, en especial, l'IBEX 35, que va obtenir els guanys més elevats (el +4%), afavorits per la composició dels índexs, on els sectors amb un biaix defensiu tenen més presència que als EUA. Als mercats emergents, en canvi, es va imposar la presa de beneficis, amb reculades que s'acosten al 20% en termes interanuals, atesa la continuïtat de l'entorn financer restrictiu a nivell global.

Divises enfront del dòlar

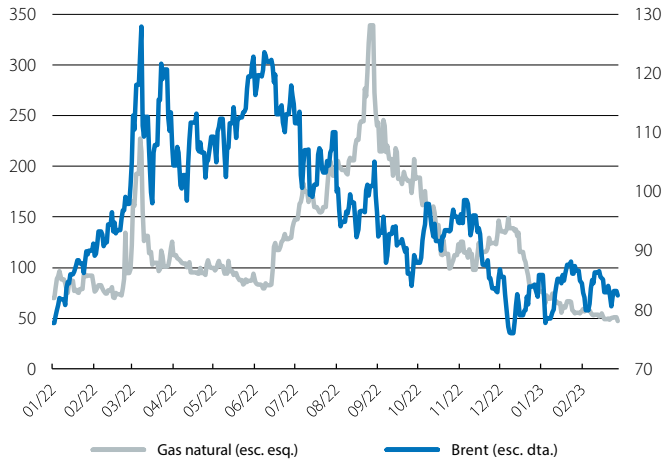
(%)



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

Preus del gas natural i del petroli

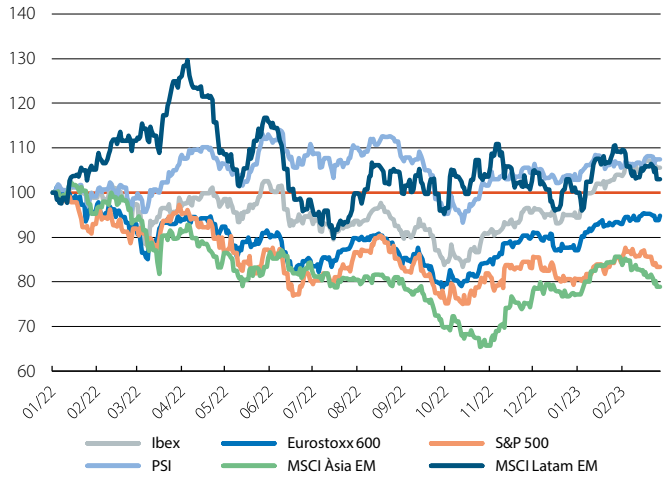
(€/MWh) *($/barril)*



Nota: *El preu del gas natural correspon al TTF holandès.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Principals borses internacionals

Índex (100 = gener 2022)



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

Sobre el moviment d'anada i tornada del (*king*) dòlar

En un any caracteritzat per les pèrdues generalitzades als mercats financers, si hi ha un actiu que va destacar en positiu durant molts mesos del 2022 va ser el dòlar nordamericà. La seva apreciació, en termes nominals efectius, va assolir el 16% en els nou primers mesos de l'any, el major avanç des del 2015, any en què la Reserva Federal va aturar íntegrament les compres netes de bons després del tempestuós *taper tantrum*.

L'any passat, la fortalesa del dòlar va ser particularment marcada enfront de l'euro. I és que el bitllet verd va tancar per sota de la paritat en relació amb la moneda comuna europea en 46 sessions de l'any i va assolir un mínim de 0,959 al final de setembre, el nivell més baix des de la introducció de l'euro fa ja dues dècades.

No obstant això, més que aquest moviment d'anada, potser el que més ha sorprès els analistes ha estat la rapidesa del moviment de tornada. Així, entre el final de setembre i el final de febrer, el dòlar es va depreciar el 6% en termes nominals efectius i el 10% enfront de l'euro i va cotitzar prop de l'1,07, un nivell no vist des de fa gairebé un any.

Atesa la intensitat d'aquest moviment, en aquest Focus, explorem què explica aquest canvi de tendència i fins a quin punt pot tenir recorregut.

Refugi verd en plena tempesta financera

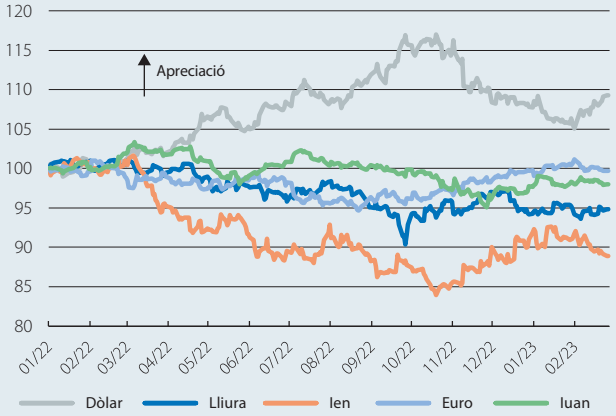
Per respondre aquestes preguntes, partim d'una anàlisi dels factors que expliquen l'enfortiment del dòlar fins a l'octubre del 2022.

En primer lloc, destaquem la demanda del dòlar com a actiu refugi. I és que, en un any eclipsat pels últims efectes de la pandèmia i, sobretot, per la invasió de Rússia a Ucraïna, no és estrany que els inversors, seguint un patró típic en períodes d'incertesa i de volatilitat elevades, optessin per cobrir una part del risc incrementant les seves posicions «llargues» en la moneda verda (és a dir, comprant actius denominats en dòlars). Aquest factor és particularment rellevant en el context actual de tensions inflacionistes, de disrupcions als mercats de primeres matèries i, en especial, d'incertesa sobre el subministrament energètic.

Associat al punt anterior, els termes d'intercanvi en el comerç exterior van millorar als EUA, que són un exportador net d'energia, en relació amb altres grans blocs econòmics, en especial enfront de la UE. A la zona de l'euro, de fet, segons les dades de la balança de pagaments, el 2022 es va tancar amb un saldo negatiu al compte corrent (el –0,8% del PIB *versus* el +2,3% del 2021), el primer any amb dèficit extern des del 2011, en el pic de la crisi del deute sobirà. Aquests factors van exercir pressió a la baixa sobre el tipus de canvi de l'euro amb el dòlar.

Divises: tipus de canvi nominal efectiu

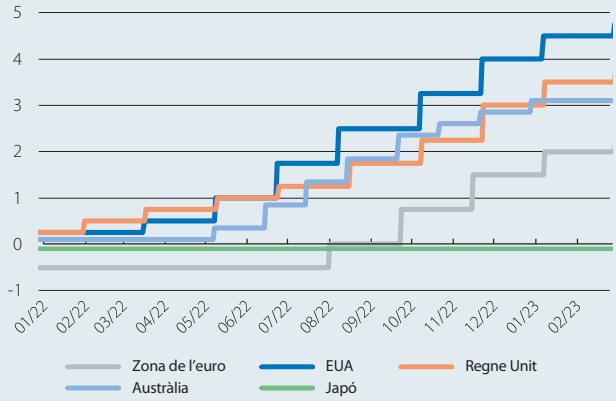
Índex (100 = gener 2022)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del Bank for International Settlements.*

Tipus d'interès oficials dels principals bancs centrals

(%)



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

Per la seva banda, la Reserva Federal dels EUA ha estat al capdavant del procés d'enduriment monetari al grup d'economies avançades, amb pujades de tipus oficials acumulades de 450 p. b. i amb l'inici del *quantitative tightening* fins i tot abans de l'estiu. Aquesta contundent resposta va ampliar el diferencial dels tipus d'interès als EUA en relació amb altres blocs econòmics, tant als mercats monetaris com als de deute sobirà, la qual cosa va afavorir l'entrada de fluxos cap a aquest país (vegeu el segon gràfic).

Finalment, el procés de recuperació econòmica dels EUA en el període postpandèmia ha estat més ràpid i sòlid que en altres països desenvolupats, a conseqüència de les quantioses rondes d'estímul fiscal aprovades en els últims anys. A la zona de l'euro, en canvi, el fort creixement en el conjunt del 2022 reflecteix, d'una banda, el rebot associat al procés de reobertura en la primera mei-

tat de l'any, però, de l'altra, un creixement de «més a menys» i gairebé estancat en un segon semestre dominat per la crisi energètica.

Tipus de canvi euro/dòlar: retorn a l'equilibri?

En termes generals, una gran part d'aquests factors, tot i que encara persisteixen de forma tangible damunt la taula, han perdut embranzida a partir del novembre. I és que, malgrat l'extensió de la guerra a Ucraïna, els mercats energètics s'han estabilitzat i, de retruc, la millora en els termes d'intercanvi als EUA s'ha desinflat. De manera simètrica, els termes d'intercanvi i les previsions econòmiques per a Europa han millorat. Per la seva banda, sembla que la Fed emet senyals que el final de l'enduriment monetari s'acosta, situació que sembla més llunyana per al BCE.

En conjunt, aquests elements ajuden a entendre el moviment de retorn del dòlar iniciat a la tardor, en particular enfront de l'euro, que, malgrat la volatilitat de les últimes setmanes, recupera gairebé la totalitat del que havia perdut des del maig de l'any passat. No obstant això, la moneda comuna va tancar el mes de febrer cotitzant en nivells històricament baixos enfront del dòlar, el 6% inferior a la mitjana dels cinc anys previs i el 12% per sota de la mitjana de les dues últimes dècades, la qual cosa suggereix que almenys, *a priori*, la tendència dels últims mesos pot tenir recorregut.

Efectivament, segons els models economètrics convencionals, el tipus de canvi euro/dòlar (EUR/USD) encara es troba per sota de la major part d'estimacions del tipus de canvi anomenat d'«equilibri», les quals estimen el tipus de canvi de dues economies en funció dels fonaments macroeconòmics, que són els que mesuren els desequilibris interns (relacionats amb el creixement potencial, amb els seus components i amb la seva relació amb el cicle econòmic) i externs (com el dèficit al compte corrent o la posició d'inversió internacional), així com variables que mesuren el diferencial en els tipus d'interès de referència.[1]

D'acord amb algunes estimacions, per exemple, el tipus de canvi d'equilibri de l'EUR/USD es podria situar al voltant de l'1,20, és a dir, al voltant del 10% per damunt del tancament del febrer.[2] Per la seva banda, les estimacions a partir de la teoria de la paritat de poder de compra (PPP, per les sigles en anglès) mostren un tipus de canvi que rondaria l'1,20 (utilitzant l'índex BigMac) o l'1,30 (utilitzant l'IPC).[3]

Malgrat la bretxa amb la cotització actual de l'EUR/USD, la veritat és que és poc probable que l'hipotètic retorn a aquests nivells d'equilibri es doni sense volatilitat o sense períodes amb nous alts i baixos; aquestes fluctuacions estan vinculades a un conjunt de factors d'ordre cíclic, conjuntural i estructural. A CaixaBank Research, el nostre escenari central projecta que, en els propers trimestres, l'euro tendirà a apreciar-se enfront del dòlar, tot i que ho farà de forma molt moderada, fins a l'1,10 al final de l'any. A mitjà termini, projectem que pot retornar a un nivell pròxim a l'1,25. De cara als dos propers anys, la senda s'ajusta força a l'esperada pel consens d'analistes (1,11 en el 4T 2023 i 1,14 en el 4T 2024, segons Bloomberg).

Balanç de riscos

El nostre escenari que el dòlar pugui mantenir una tendència de depreciació moderada a mitjà termini es fonamenta en una visió de relativa estabilitat econòmica i suposant que (i) s'evita una recessió en l'economia mundial (tant a la zona de l'euro com als EUA), (ii) que la inflació retorna de forma gradual a l'objectiu del 2%, i (iii) que els bancs centrals poden posar fi al cicle de pujades de tipus en els propers mesos i poden iniciar un descens de tipus cap a territori neutral al llarg de l'any vinent. En definitiva, l'escenari depèn del fet que els bancs centrals a les dues bandes de l'Atlàntic tinguin èxit en la lluita contra la inflació. Cal dir, però, que la probabilitat d'ocurrència d'aquests supòsits està estretament vinculada a un conjunt d'imponderables relacionats amb l'impacte de xocs ja en curs (per exemple, una major persistència en les pressions inflacionistes o un efecte de major magnitud de l'enduriment monetari) i a nous possibles esdeveniments inesperats (per exemple, conflictes geopolítics, desastres naturals o sanitaris, entre altres factors externs, com un possible canvi en la direcció de la política monetària al Japó).

Antonio Montilla

1. La literatura econòmica agrupa en dos grans blocs els models d'equilibri del tipus de canvi real: (i) estimacions basades en els balanços interns i externs (*fundamental equilibrium exchange rates*, FEER) i (ii) estimacions basades en un conjunt d'equacions d'equilibri general reduït (*behavioural equilibrium exchange rates*, BEER). Per la seva banda, l'enfocament més tradicional de la paritat del poder de compra es basa en la noció que, a llarg termini, una moneda hauria de ser capaç de comprar la mateixa cistella de béns i de serveis en diferents llocs.

2. Vegeu Cline, William (2017, 2018), «Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates», Peterson Institute for International Economics.

3. Segons l'FMI, el tipus de canvi implícit segons la teoria del PPP se situa al voltant de l'1,30 per als principals països de la zona de l'euro.

L'apreciació del dòlar i els tipus d'interès nord-americans i europeus

Des de l'esclat de la guerra a Ucraïna i la intensificació de les pressions inflacionistes, els tipus d'interès nord-americans han pujat de manera sostinguda i significativa, esperonats per l'enduriment monetari ràpid i agressiu de la Reserva Federal. Tanmateix, això no implica necessàriament que els bons nord-americans siguin més atractius que els homòlegs europeus.

Un factor clau en la comparativa és el tipus de canvi. En concret, els moviments en el tipus de canvi entre el moment en què un inversor envia capital a l'estranger i el punt en què repatria aquest capital i/o els pagaments d'interessos associats són un determinant més del retorn de la inversió i són una font d'incertesa. Per cancel·lar o per «esterilitzar» el risc de fluctuacions en el tipus de canvi, una possibilitat és assegurar un tipus de canvi a futur en el mateix moment en què s'intercanvien divises al mercat *spot*.

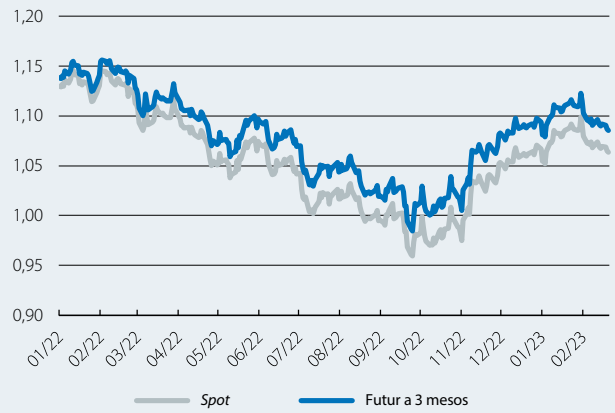
Arran de les pujades de tipus d'interès als EUA, el 2022, el dòlar va patir una forta apreciació. No obstant això, l'apreciació va ser més intensa al mercat *spot* que en els futurs. La bretxa que es va obrir entre els dos generava de forma implícita una apreciació de l'euro. Per exemple, mentre que, al començament del 2022, el tipus *spot* era d'1,13 dòlars per euro i el futur a tres mesos, d'1,14, amb una revaloració implícita de l'euro del 0,7%, a la tardor, amb un euro-dòlar per sota de l'1 al mercat *spot* i per damunt de la paritat en els futurs, la revaloració implícita de l'euro va arribar a superar el 3%.

L'obertura d'aquesta bretxa i la major revaloració implícita de l'euro tendien a reduir els interessos efectius rebuts per un inversor europeu que tingués bons nord-americans: per exemple, quan el tipus de canvi *spot* era virtualment d'1 dòlar per euro, un inversor europeu podia obtenir 100 dòlars a canvi de 100 euros; però, com que el canvi a futur era superior a 1, en repatriar-los, aquests 100 dòlars es convertien en menys de 100 euros.

En conjunt, ens trobem davant dues forces. D'una banda, l'augment dels tipus d'interès nord-americans n'incrementava l'atractiu. De l'altra, els moviments del tipus de canvi el 2022 tendien a refredar-lo.[1] Per veure quina força va dominar, al segon gràfic comparem el tipus sobirà alemany amb el seu homòleg nord-americà «esterilitzat» pel risc de tipus de canvi.[2] Veiem que, aparentment, i malgrat uns tipus d'interès més baixos, els tipus alemanys eren més alts des del punt de vista d'un inversor europeu un cop es té en compte el risc canviari.

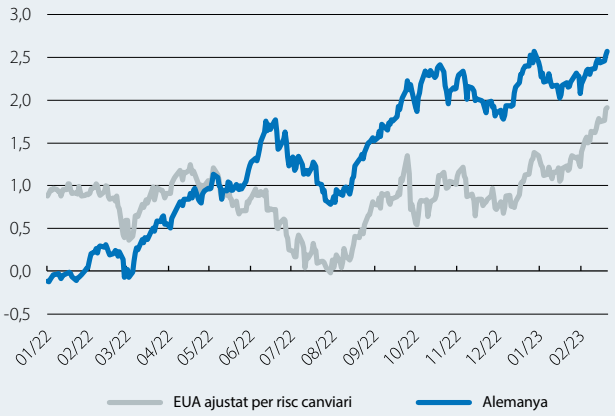
En definitiva, l'alça dels tipus d'interès als EUA és una font d'apreciació del dòlar. Però l'apreciació del bitllet verd el 2022 va anar molt més allà, la qual cosa reforça la visió, detallada en aquest mateix informe,[3] que l'apreciació del dòlar va ser esperonada per altres forces, com el seu valor d'actiu refugi en un entorn molt incert.

Tipus de canvi euro-dòlar
(Dòlars per euro)



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

Tipus d'interès sobirà a 10 anys
(%)



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

1. Sota el supòsit que les inversions s'«esterilitzen» pel risc de tipus canviari. Un inversor que assumís aquest risc i, en lloc d'assegurar un tipus de canvi futur, optés per repatriar els interessos al tipus de canvi *spot*, s'hauria beneficiat *ex post*, gràcies al fet que, en realitat, el dòlar es va continuar apreciant de manera sostinguda entre el gener i l'octubre del 2022.

2. La relació entre el tipus d'interès domèstic i un tipus d'interès estranger ajustat pel risc canviari entre la divisa estrangera i la domèstica s'anomena paritat dels tipus d'interès coberta (CIP, per les sigles en anglès). Vegeu el Focus «Per què difereixen els tipus d'interès d'actius semblants?», a l'IM03/2019.

3. Vegeu el Focus «Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) dòlar», en aquest mateix *Informe Mensual*.

Tipus d'interès (%)

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	3,00	2,50	50	50,0	300,0
Euríbor 3 mesos	2,74	2,51	23	61,2	327,8
Euríbor 12 mesos	3,73	3,41	31	43,4	408,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	3,21	2,78	43	61,0	390,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	3,14	2,65	49	37,3	387,4
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	2,65	2,29	37	8,0	272,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	3,60	3,28	32	–6,2	274,2
Deute públic a 10 anys (Portugal)	3,51	3,19	32	–7,3	278,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	4,75	4,50	25	25,0	450,0
Líbor 3 mesos	4,96	4,81	15	19,5	445,2
Líbor 12 mesos	5,69	5,34	35	20,9	451,5
Deute públic a 1 any	4,98	4,65	32	29,1	410,0
Deute públic a 2 anys	4,82	4,20	61	39,0	347,5
Deute públic a 10 anys	3,92	3,51	41	4,5	219,3

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

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2023 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	79	79	0	–11,1	3,2
Itraxx Financer Sènior	88	88	0	–10,8	0,1
Itraxx Financer Subordinat	154	156	–2	–17,8	–9,5

Tipus de canvi

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
EUR/USD (dòlars per euro)	1,058	1,086	–2,6	–1,2	–4,9
EUR/JPY (iens per euro)	143,990	141,320	1,9	2,5	12,6
EUR/GBP (lliures per euro)	0,880	0,882	–0,2	–0,6	5,4
USD/JPY (iens per dòlar)	136,170	130,090	4,7	3,9	18,5

Primeres matèries

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	548,5	557,0	–1,5	–1,1	–10,8
Brent ($/barril)	83,9	84,5	–0,7	–2,4	–20,1
Or ($/unça)	1.826,9	1.928,4	–5,3	0,2	–6,1

Renda variable

	28-febrer	31-gener	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2023 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	3.970,2	4.076,6	–2,6	3,4	–7,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	4.238,4	4.163,5	1,8	11,7	12,5
Ibex 35 (Espanya)	9.394,6	9.034,0	4,0	14,2	14,7
PSI 20 (Portugal)	6.057,2	5.886,3	2,9	5,8	10,2
Nikkei 225 (Japó)	27.445,6	27.327,1	0,4	5,2	2,2
MSCI emergents	964,0	1.031,5	–6,5	0,8	–18,1

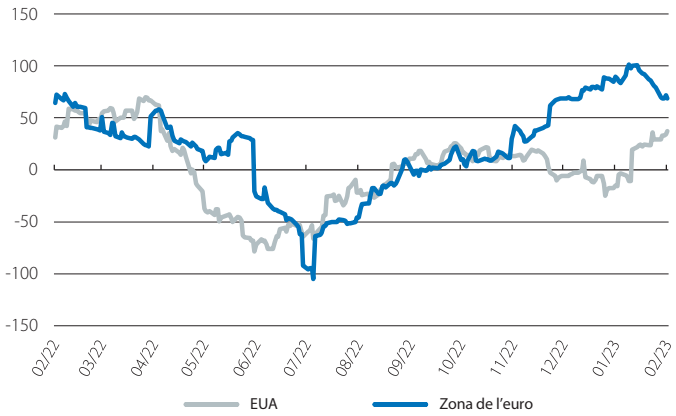
Cautelosament optimistes amb l'economia internacional

L'escenari macroeconòmic continua donant senyals positius en un entorn exigent. L'activitat s'està comportant durant l'hivern millor del que es temia a l'estiu, la confiança dels agents continua millorant i la inflació general podria haver deixat enrere el seu sostre gràcies al substancial abaratiment de l'energia (el 85% en el cas del gas, en relació amb els màxims de l'agost) i a la normalització de les cadenes globals d'oferta. En general, els últims senyals apunten al fet que l'activitat a les principals economies desenvolupades i a la Xina seria més positiva durant el 1T del que s'havia anticipat fa uns mesos. Això, evidentment, és una bona notícia, però no ha d'alimentar un optimisme excessiu. En primer lloc, el risc geopolític, lluny de remetre, continua ben present després d'un any de guerra a Ucraïna. A més a més, l'impacte de les pujades de tipus aprovades per la majoria de bancs centrals encara no s'ha traslladat completament a l'activitat i la política monetària continuarà sent restrictiva, atesa la persistència en les mesures subjacents de la inflació. De fet, la solidesa de les últimes dades d'activitat i la persistència de la inflació a les principals economies han incrementat el risc que els tipus d'interès siguin més elevats i que, a més a més, es mantinguin alts durant més temps, tal com es reflecteix en el canvi registrat per les expectatives del mercat, moviment que es detalla a la secció de conjuntura dels mercats financers.

La zona de l'euro comença l'any amb bones perspectives per al 1T 2023. De fet, els PMI van superar al febrer el nivell crític de 50 a les principals economies (Alemanya, 50,7; França, 51,7, i zona de l'euro, 52,0), gràcies a la notable millora de la confiança al sector serveis (clarament en zona d'expansió), ja que la confiança al sector manufacturer va tornar a caure (i ja són vuit mesos consecutius en nivells contractius). Per la seva banda, el component de preus del PMI de la zona de l'euro va tornar a recular i es va situar en mínims de 16 mesos, valors que, malgrat tot, encara continuen sent molt elevats. Això reforça la visió que les pressions inflacionistes exhibiran una inèrcia superior a la desitjada, i les dades així ho mostren: la inflació general de la zona de l'euro ve caient des dels màxims de l'octubre (el 10,6% *vs.* el 8,5% al febrer) gràcies a la caiguda del component energètic, mentre que les pressions subjacents mantenen el lent degoteig a l'alça, i, al febrer, la inflació nucli (que exclou l'energia i tots els aliments) va marcar màxims del 5,6%. En aquest context d'inflacions elevades, el creixement de les demandes salarials s'ha estabilitzat al voltant del 4,0% interanual al final de l'any passat, segons apunta l'indicador elaborat pel BCE. Malgrat el bon comportament de l'economia en aquest 1T 2023, és prematur confiar en un repunt significatiu de l'activitat després de la primavera, atesos els importants reptes que encara afronta la regió. Tot i que els preus del gas s'han corregit de manera substancial, encara dupliquen el

*Índex de sorpreses econòmiques **

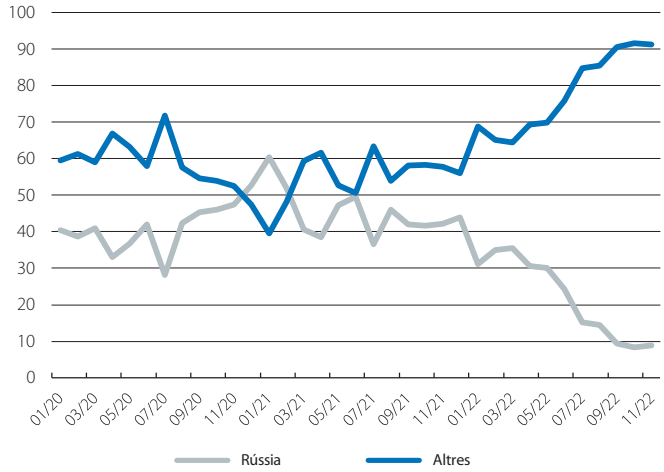
Nivell



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 un valor negatiu assenyala que la dada va decebre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup, vía Refinitiv.*

UE: importacions de gas

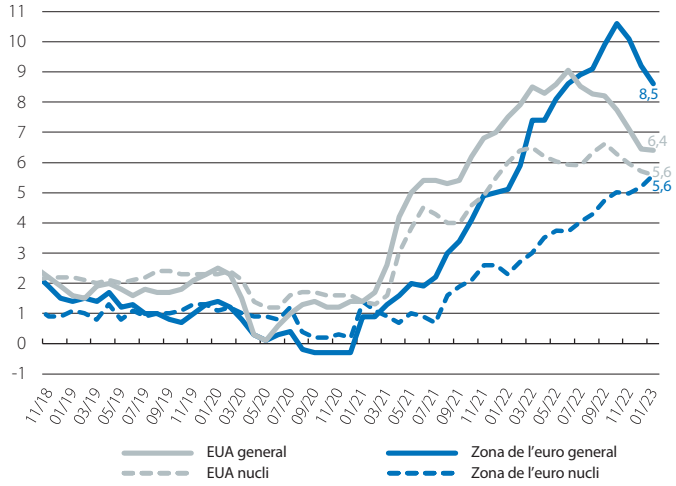
(% del total)



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

EUA i zona de l'euro: IPC

Variació interanual (%)



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

valor previ a la guerra. A més a més, el BCE també ha deixat clar que continuarà apujant els tipus d'interès, amb el conseqüent llast sobre l'activitat.

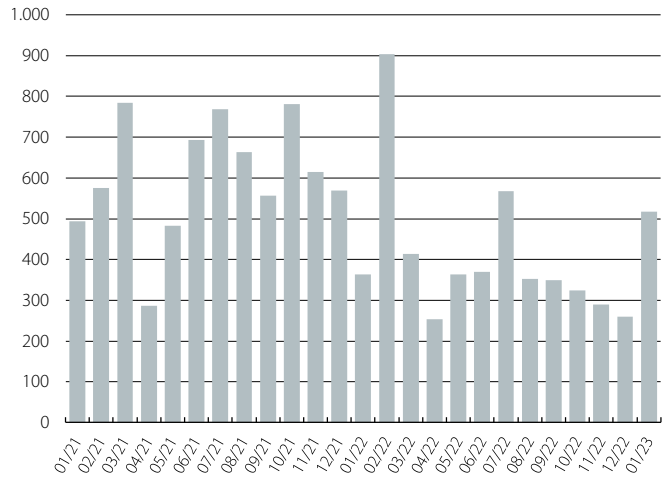
Els EUA comencen l'any amb un dinamisme sorprenent. Després de registrar un gens menyspreable creixement del 2,7% anualitzat en el 4T 2022, els últims indicadors han mostrat una fortalesa notable al començament del 2023: el creixement de les vendes al detall al gener (el 3,0% intermensual) va compensar la reculada acumulada en els dos mesos previs; la producció de manufactures va créixer l'1,0% mensual al gener; es van crear més de 500.000 llocs de treball al gener, i el PMI va superar al febrer, per primera vegada en vuit mesos, el nivell crític de 50. En aquest context, la inflació va continuar reculant al gener, tant la general (el 6,4%) com la nucli (el 5,6%), tot i que és cert que a un ritme inferior al dels mesos previs. Aquest escenari de sorpreses positives en activitat i d'inflacions encara força elevades ajuda a explicar els missatges recents de la Fed, en els quals assenyala amb èmfasi que continuarà apujant els tipus d'interès.

Rússia es comporta millor del que s'esperava el 2022, malgrat les sancions. L'oficina d'estadística russa va anunciar que l'economia es va contreure el 2,1% el 2022, resultat compatible amb un creixement del 0,5% intertrimestral en el 4T 2022. No obstant això, és factible que l'inici del 2023 no sigui tan positiu i que es comenci a notar l'impacte de dues de les sancions imposades al desembre: la prohibició de la UE d'importar petroli rus i el topall als preus del cru imposat pel G-7. Per contrarestar aquestes mesures, Rússia ha augmentat de manera significativa les vendes de cru a la Xina i, sobretot, a l'Índia i ha anunciat que retallarà la producció en uns 500.000 barrils diaris.

Turquia afronta les conseqüències del terratrèmol. La dinàmica evolució de l'economia turca (va créixer el 0,9% intertrimestral en el 4T 2022) s'ha vist abruptament interrompuda pel devastador terratrèmol que ha assolat el sud-est del país, a la frontera amb Síria. A l'irreparable cost en vides humanes cal sumar l'impacte sobre l'activitat, ja que l'àrea afectada representa gairebé el 10% del PIB turc. La bona notícia és que, pel que sembla, els danys sobre infraestructures claus són limitats, la qual cosa podria facilitar que, després d'una aturada inicial, l'activitat es recuperés ràpidament i amb intensitat, gràcies a les obres de reconstrucció, amb un cost estimat entre el 6% i el 10% del PIB. No obstant això, el terratrèmol també podria tenir derivades polítiques: les eleccions del 14 de maig se celebrarien sota l'ombra de l'impacte del sisme i del descontentament social que ha generat la reacció lenta i insuficient del Govern d'Erdoğan. A més a més, atès l'elevat nombre de desplaçats després del terratrèmol (prop de 13 milions de persones), es comença a qüestionar la viabilitat que els comicis es puguin celebrar en la data assenyalada.

EUA: creació d'ocupació no agrícola

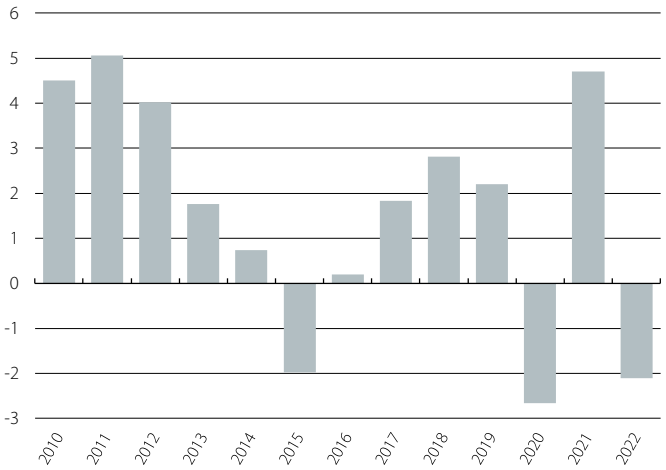
(Milers de persones)



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

Rússia: PIB

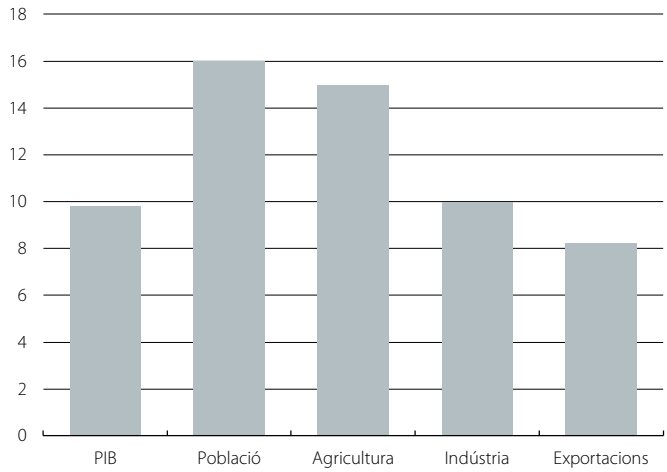
Variació anual (%)



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

Turquia: zona afectada pel sisme

(% del total del país)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades publicades per Capital Economics.*

Radiografia de la tensió del mercat laboral nord-americà

La taxa d'atur als EUA es va situar al gener en el 3,4%, una cota no vista des dels anys seixanta, i la creació d'ocupació en el mateix mes va ser de més de 500.000 llocs de treball, un ritme dues vegades superior a la mitjana observada entre el 2015 i el principi del 2020. Així mateix, segons les dades disponibles fins al desembre, als EUA, hi ha 1,9 vacants d'ocupació per cada persona desocupada, una ràtio molt superior a la mitjana històrica de 0,65 i que mostra fins a quin punt està tensionat el mercat laboral de la economia més gran del món.

Xoc d'oferta o xoc de demanda al mercat laboral?

Quan diem que hi ha un tensionament al mercat laboral ens referim al fet que hi ha moltes més empreses volent contractar treballadors que persones buscant feina. La primera pregunta, doncs, que ens hem de fer és si aquest tensionament després de la pandèmia s'ha produït per un augment de la demanda d'ocupació (més empreses volent contractar) o per una caiguda de l'oferta (menys treballadors). La suma del total d'empleats més les vacants disponibles, que seria un indicador de la demanda total d'ocupació, no queda gaire lluny de la seva tendència històrica, la qual cosa ens suggereix que no som davant un xoc de demanda. En canvi, si fem un càlcul similar per a l'oferta d'ocupació,[1] veiem que la pandèmia va ser un xoc important en aquesta dimensió, perquè ara hi ha uns 4,5 milions de treballadors menys dels que caldria esperar.

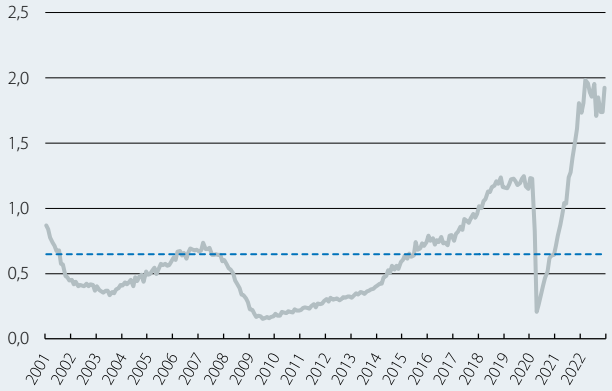
Dos factors explicarien la major part d'aquesta menor oferta d'ocupació: la menor immigració i la reducció en la taxa de participació laboral. El primer element explicaria, aproximadament, 1,2 dels 4,5 milions de treballadors menys, perquè, des de l'inici del 2019, s'observa en les dades un canvi en la tendència de la població nascuda fora dels EUA que busca feina al país. Si s'hagués mantingut la tendència de creixement observada entre el 2015 i el 2019 d'aquest segment de població, hi hauria, al final del 2022, una mica més de 47 milions de persones nascudes fora dels EUA amb més de 16 anys, en lloc dels 45,9 que va reportar el BLS al gener. El segon element és la menor taxa de participació laboral, és a dir, una caiguda de la gent de més de 16 anys que treballa o que desitjaria treballar, des del 63,3% previ a la pandèmia al 62,4% registrat al gener, la qual cosa equivaldria a uns 2,7 milions menys de treballadors.

Durant els mesos més durs de la pandèmia, el descens d'aquesta taxa va ser especialment intens i es va atribuir, en part, a factors conjunturals, com la por a treballar en

1. Per projectar l'ocupació que «hauríem d'observar», utilitzem les últimes estimacions poblacionals dels EUA (2017) per predir la població més gran de 16 anys i suposem unes taxes d'atur (el 3,5%) i de participació laboral (el 63,3%) constants des de l'inici de la pandèmia.

EUA: vacants per aturat

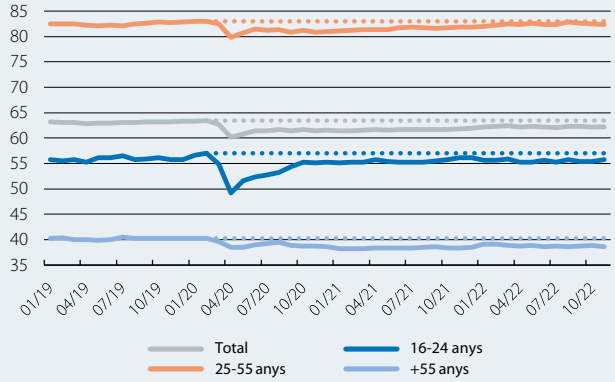
Ràtio



Nota: *En línia discontínua indiquem la mitjana històrica.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.*

EUA: taxa de participació laboral per edats

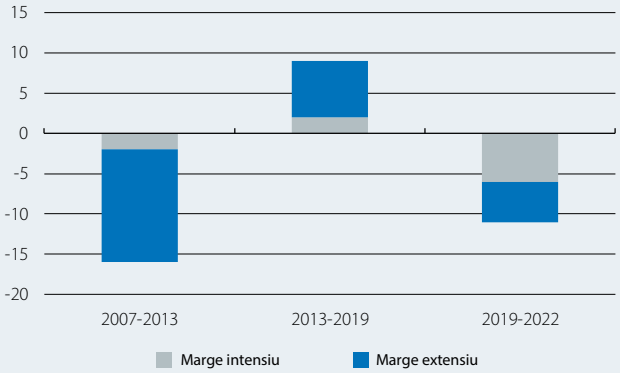
(%)



Nota: *En línia discontínua marquem el nivell del febrer del 2020.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.*

EUA: descomposició del canvi en hores treballades totals

Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Lee, D.* et al. *(2023), «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting», National Bureau of Economic Research, núm. w30833.*

ocupacions més exposades al contacte humà o la impossibilitat de moltes persones per compaginar el treball amb la cura de menors o de gent gran.[2] No obstant això, aquests factors ja no haurien de jugar un paper destacable. De fet, el que ara empeny aquesta menor taxa és, sobretot, la sortida del mercat laboral de la població més gran de 55 anys. I és que els canvis en la composició d'aquest (gran) tram d'edat ha estat especialment rellevant entre el 2016 i el 2022, perquè el pes de la població entre els 55 i els 59 (la taxa de participació laboral de la qual és molt superior a la de la població de més de 60 anys) ha caigut.[3]

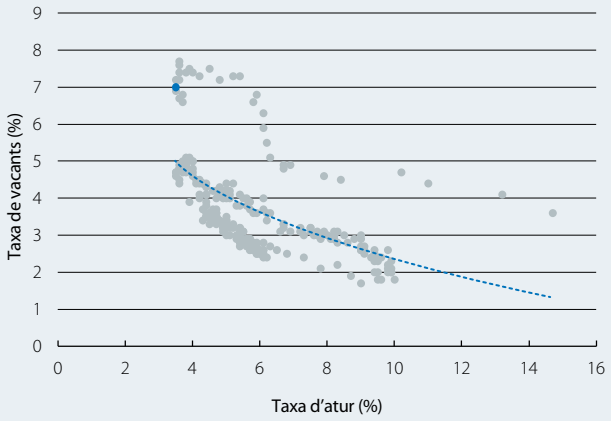
D'altra banda, és important remarcar que aquesta caiguda dels treballadors es produeix des del marge extensiu de l'oferta laboral, és a dir, el nombre de persones que treballen. Però, al mateix temps que cau el nombre de persones al mercat laboral, les que hi romanen treballen menys hores i redueixen, al seu torn, el marge intensiu. Aquest fenomen rep el nom de dimissió silenciosa (*quiet quitting*, en anglès) i és degut a la voluntat de molts treballadors de trobar un millor equilibri entre la vida laboral i la vida personal. Així, tal com es pot veure al tercer gràfic, segons les dades d'una recerca recent, la reducció de les hores treballades entre el 2019 i el 2022 als EUA s'explica per la reducció del marge extensiu i del marge intensiu, i la reducció intensiva més remarcable es dona entre els homes amb estudis universitaris i entre els 25 i els 39 anys.[4]

Aconseguirà la Fed equilibrar l'oferta i la demanda d'ocupació?

Aquest desajustament entre l'oferta i la demanda d'ocupació provoca unes dinàmiques salarials que no ajuden la Reserva Federal a retornar la inflació al seu objectiu del 2%. I és que les empreses, per poder cobrir les vacants i atreure treballadors, han d'oferir salaris més elevats, la qual cosa, al seu torn, empeny la inflació cap amunt. Per aquest motiu, mitjançant les pujades de tipus, la Fed tracta d'equilibrar de nou l'oferta i la demanda d'ocupació i pretén fer-ho sense provocar un gran augment de la taxa d'atur: l'enduriment monetari, per si sol, no animarà els treballadors fora del mercat laboral a entrar-hi, però hauria de desincentivar les empreses a contractar més gent, i es reduirien, així, les vacants d'ocupació.

Aconseguirà la Fed reduir la taxa de vacants sense que això impliqui necessàriament un augment brusc de l'atur? La resposta no és òbvia, i una bona part de la conclusió del debat sobre si hi haurà recessió als EUA en depèn. Hi ha

EUA: corba de Beveridge



Nota: *En blau marquem l'última dada disponible.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS.*

arguments en les dues direccions: d'una banda, la corba de Beveridge, que relaciona la taxa de vacants amb la d'atur, no és lineal, i, en el punt en què es troba ara, sempre que es mantinguin les relacions històriques, hi hauria un cert marge per reduir les vacants sense augmentar excessivament l'atur.[5] Així mateix, ateses les dificultats, en els últims anys, per poder cobrir les vacants, moltes empreses poden optar per no destruir ocupació si temen que, més endavant, tindran dificultats per tornar a trobar treballadors.[6] D'altra banda, les vacants d'ocupació no es troben distribuïdes de manera homogènia entre els sectors econòmics dels EUA. De fet, les vacants es concentren molt al sector de l'hoteleria i la restauració (precisament on el salari per hora és més baix), de manera que, si suposem que la pujada de tipus de la Fed refreda la demanda de tots els sectors (i destrueix vacants) de manera relativament semblant, sí que es podria produir una destrucció d'ocupació a la resta de sectors i, de retruc, un augment de la taxa d'atur.

Ricard Murillo Gili

2. Aquest fenomen, especialment intens el 2021, va rebre el nom de la gran renúncia (*the great resignation*). Per a més detalls, vegeu «EUA: recuperació (in)completa del mercat laboral», a l'IM07/2021.
3. De fet, el canvi en la composició de la població de més de 55 anys explicaria la reducció de 2,7 a 2,4 milions de treballadors comentada més amunt.
4. Vegeu Lee, D. *et al.* (2023), «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting», National Bureau of Economic Research, núm. w30833.
5. Vegeu Bok, B. *et al.* (2022), «Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve», FRBSF Economic Letter, 24.
6. De fet, a l'informe d'ocupació del mes de gener, es va documentar un menor nombre d'acomiadaments del que és habitual en aquest mes, la qual cosa es podria explicar per la por de les empreses a les dificultats per trobar treballadors en el futur.

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	12/22	01/23	02/23
Activitat									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	17,5	8,7	11,5	7,8	8,5	7,0	7,3	7,4	...
Confiança del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	109,0	106,0	102,9
Producció industrial	4,9	3,8	4,8	4,5	3,9	2,1	1,1	0,8	...
Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	48,4	47,4	47,7
Habitatges iniciats *(milers)*	1.605	1.556	1.720	1.647	1.450	1.405	1.371	1.309	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	267	306	299	313	310	303	302	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,9	–4,0	–3,9	–3,7	–3,7	...	...
Preus									
Inflació general	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,5	6,4	...
Inflació subjacent	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	...

JAPÓ

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Activitat									
PIB real	4,1	0,0	0,5	1,7	1,5	0,6	–	–	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,4	37,7	34,8	33,1	31,2	29,6	30,3	31,0	31,1
Producció industrial	15,6	–2,6	–0,6	–3,6	4,0	0,6	–0,8	–3,1	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	0,0	–1,3	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,1	4,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	1,4	–0,6	–1,0	–1,9	–3,0	–3,8	–3,7	–5,1	...
Preus									
Inflació general	–0,7	–0,3	0,9	2,4	2,9	3,9	4,0	4,4	...
Inflació subjacent	–1,4	–0,8	–0,9	0,8	1,5	2,8	3,0	3,2	...

XINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
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	–1,8	...	...
Producció industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	1,3	...	...
PMI manufactures (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	47,0	50,1	52,6
Sector exterior									
Balança comercial [1,2]	681	889	728	824	908	889	905,1	...	...
Exportacions	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	–6,8	–9,9	...	...
Importacions	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–6,5	–7,5	...	...
Preus									
Inflació general	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	1,8	2,1	...
Tipus d'interès de referència [3]	3,8	3,7	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	7,0	6,8	6,9

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	12/22	01/23	02/23
Vendes al detall *(variació interanual)*	5,4	...	6,1	1,1	–0,6	–2,6	–2,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	9,0	...	–0,2	0,4	1,7	1,5	–1,7	...	...
Confiança del consumidor	–7,5	...	–13,7	–22,6	–26,9	–26,9	–22,0	–20,7	–19,0
Sentiment econòmic	110,7	...	111,2	103,8	96,5	96,5	97,1	99,8	99,7
PMI manufactures	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,8	48,8	48,5
PMI serveis	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	49,8	50,8	52,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	–	–	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	...
França *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,2	7,1	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	8,5	8,1	8,0	7,8	7,8	7,9	...
PIB real *(variació interanual)*	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	–	–	–
Alemanya *(variació interanual)*	2,8	1,9	3,5	1,7	1,4	0,9	–	–	–
França *(variació interanual)*	7,2	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	–	–	–
Itàlia *(variació interanual)*	7,3	3,9	6,5	5,1	2,5	1,4	–	–	–

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	12/22	01/23	02/23
General	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	9,2	8,6	8,5
Subjacent	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,2	5,3	5,6

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	12/22	01/23	02/23
Saldo corrent	2,6	–0,8	1,8	0,7	–0,8	–0,8	–0,8	...	...
Alemanya	7,4	3,8	6,6	5,4	4,2	3,8	3,8	...	...
França	0,4	–2,0	0,1	–0,4	–1,3	–2,0	–2,0	...	...
Itàlia	3,0	–0,7	2,1	1,0	–0,6	–0,7	–0,7	...	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	92,6	93,0	93,0

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[2]	3,5	6,7	4,4	6,1	8,4	7,8	6,3	6,1	...
Crèdit a les llars[2,3]	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	3,8	3,6	...
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)*	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,4	3,5	...
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	3,1	3,5	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	0,0	–1,3	...
Altres dipòsits a curt termini	–0,8	4,5	–0,3	0,9	5,3	12,0	14,0	15,1	...
Instruments negociables	11,6	3,7	0,7	2,0	4,2	7,7	11,3	13,3	...
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,4	1,5	...

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

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

L'economia espanyola, bon inici d'any

La lectura que es desprèn del comportament dels indicadors econòmics apunta al fet que l'economia espanyola està guanyant dinamisme en aquests primers mesos de l'any. L'ocupació, el consum, l'activitat de la indústria i dels serveis i el sector exterior estan llançant bones xifres. Només hi ha un gran però: la inflació, que, al febrer, va continuar reflectint tensions importants en els preus. Malgrat això, la conclusió de l'anàlisi de conjuntura és que l'economia espanyola continua resistint millor del que s'esperava les conseqüències del complex panorama econòmic en què ens trobem.

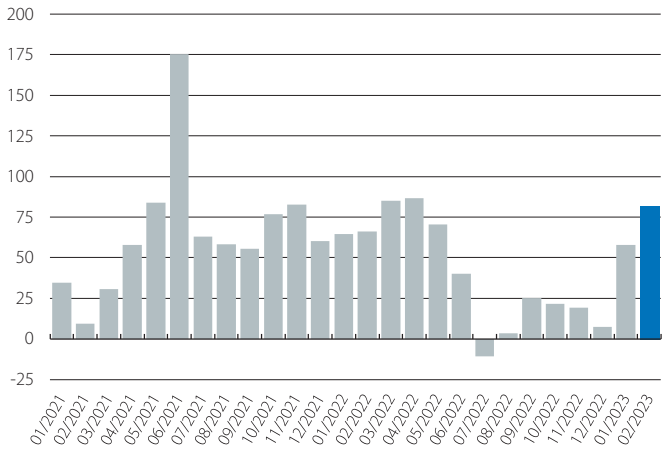
L'ocupació torna a sorprendre positivament. Les dades del febrer d'afiliació a la Seguretat Social evidencien que el mercat laboral ha arrencat l'any amb un gran dinamisme. L'afiliació mitjana va augmentar al febrer en 88.918 persones, per damunt del que és habitual en un mes de febrer (+71.000 de mitjana en el període 2014-2019). Es tracta del millor resultat en un mes de febrer en vuit anys. Un cop corregida l'estacionalitat, es registra un creixement mensual de 81.808 persones, el major avanç des de l'abril de l'any passat. Per la seva banda, es continuen notant els efectes de la reforma laboral sobre l'evolució de la taxa de temporalitat, que va caure fins al 14,2% (el 27,2% al desembre del 2021).

Els indicadors d'activitat arrenquen l'any amb bon peu. El PMI del sector manufacturer va tornar a territori expansiu al febrer en situar-se per damunt dels 50 punts per primera vegada des del juny del 2022 i va assolir els 50,7 punts (48,4 al gener). Així mateix, l'indicador homòleg del sector serveis va avançar 4 punts, fins als 56,7 punts, de manera que se situa fermament en zona expansiva. Pel costat del consum, el monitor de consum de CaixaBank Research mostra que l'activitat de les targetes espanyoles hauria moderat el ritme d'avanç al febrer, amb una taxa interanual del 7%, en relació amb el 10% observat al gener, tot i que són creixements superiors als registrats en el 4T 2022 (el 6%).

El sector exterior continua aportant bones notícies. La balança per compte corrent va tancar el 2022 amb un superàvit del 0,9% del PIB, amb prou feines 1 dècima per sota del registre del 2021. Aquesta dada tan positiva es va aconseguir malgrat que el dèficit comercial de béns energètics es va situar en el 4,3%, 2,2 p. p. més que el 2021, arrossegat pel fort increment dels preus del gas i del cru al llarg de l'any. Per la seva banda, la balança comercial de béns no energètics també va tancar amb dèficit (el –0,9%), tot i que, en els últims mesos de l'any, va registrar un superàvit gràcies a la recuperació de les exportacions en termes reals i a la contenció de les importacions. Pel costat dels serveis, la balança de serveis no turístics va assolir un superàvit del 3,1% del PIB (l'1,6% el 2021), el màxim de la sèrie històrica. Finalment, la balança de serveis turístics va registrar un superà-

Espanya: afiliats a la Seguretat Social *

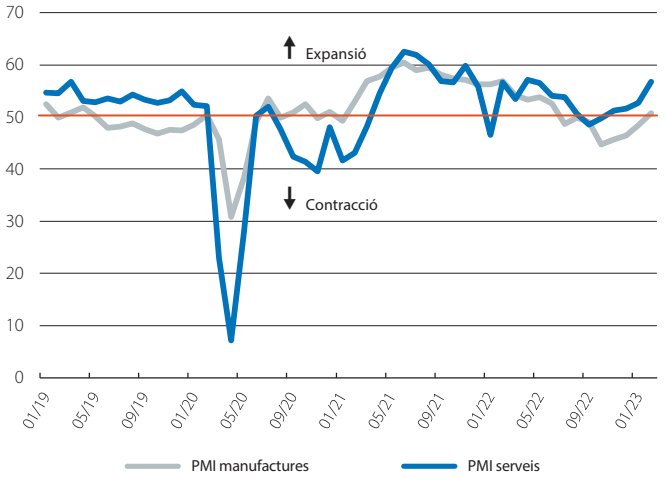
Variació intermensual (milers de persones)



Nota: ** Sèrie corregida d'estacionalitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.*

Espanya: PMI

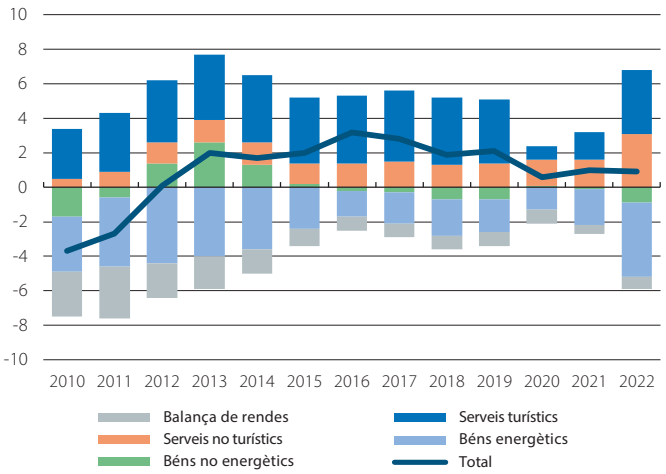
Nivell



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

Espanya: balança de pagaments per compte corrent

(% del PIB)



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

vit del 3,7% del PIB i va recuperar les cotes del 2019. Aquesta xifra es va assolir gràcies a la menor despesa dels espanyols a l'estranger (l'1,4% del PIB el 2022 *vs*. el 2,0% del 2019), que va compensar el fet que els ingressos generats pels turistes internacionals a Espanya se situessin encara per sota del nivell pre-COVID (el 5,3% del PIB el 2022 *vs*. el 5,7% del 2019).

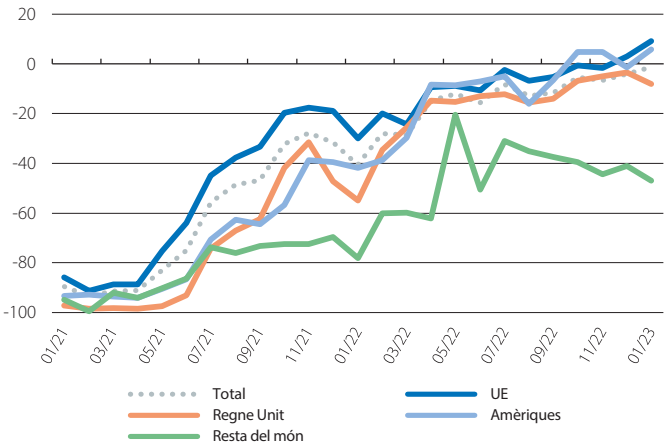
No obstant això, les dades més recents d'arribades de turistes internacionals confirmen que, l'any passat, l'activitat turística va anar de menys a més i que ha començat l'exercici 2023 amb un gran dinamisme. El nombre de turistes internacionals que van visitar Espanya va arribar als 4,1 milions al gener, la qual cosa representa una xifra amb prou feines l'1,2% per sota de la del gener del 2019 i un avanç interanual del 66,8%. Per països, destaca l'arribada de turistes de la UE, que registra el màxim històric per a un mes de gener, amb 2,7 milions de turistes, el 9,1% més que al gener del 2019. El nombre d'arribades de turistes nord-americans també manté una dinàmica molt positiva i assoleix un nivell el 6,0% superior al del gener del 2019. En canvi, el turisme britànic continua relativament feble, amb una xifra d'arribades el 8,1% inferior a la del mateix mes del 2019.

L'escalada de la inflació va continuar al febrer. Segons l'indicador avançat de l'IPC, la inflació general va augmentar al febrer per segon mes consecutiu i es va situar en el 6,1%, 2 dècimes per damunt del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va tornar a pujar, fins al 7,7%, també 2 dècimes per damunt del mes de gener, tot i que la variació mensual va presentar un creixement molt elevat per a un mes de febrer (el +0,7% al febrer del 2023 *vs*. una mitjana del +0,0% en els febrers del 2017 al 2019), la qual cosa evidencia que les tensions sobre els preus es mantenen considerablement elevades. Sense el desglossament per components, l'INE va apuntar que els principals impulsors de la inflació van ser l'increment dels preus de l'electricitat, tot i que és molt probable que continuessin registrant una severa caiguda en termes interanuals (el –40,8% al gener), i una nova alça dels preus dels aliments i les begudes (el +14,6% al gener); mentre que la moderació del preu dels carburants va contribuir a contenir l'avanç de l'IPC.

El preu de l'habitatge va tancar el 2022 a l'alça, tot i que continua moderant el ritme de creixement. El preu de l'habitatge va créixer el 0,5% intertrimestral en l'últim trimestre de l'any passat i va superar, així, l'estancament del 3T (el +0,0%). Amb aquesta xifra, la taxa interanual va tancar l'any en el 3,3%, malgrat que amb un perfil de moderació al llarg de l'any (en el 1T, es va situar en el 6,7%). Pel que fa a la demanda d'habitatge, els senyals de refredament són cada vegada més patents. Al desembre, segons l'INE, es va registrar el primer descens interanual en el nombre de compravendes, el –10,2%. No obstant això, en el conjunt del 2022, es van registrar gairebé 650.000 compravendes (el +14,7%), la xifra més alta des de l'any 2007. D'aquesta manera, l'activitat al mercat immobiliari tanca un any de fort creixement, però que, en els últims mesos, ha començat a mostrar senyals d'alentiment.

Espanya: arribades de turistes internacionals per país d'origen

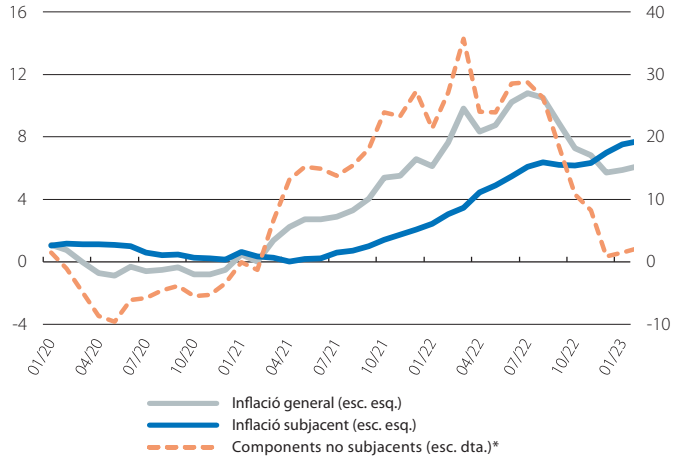
Variació en relació amb el mateix mes del 2019 (%)



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

Espanya: IPC

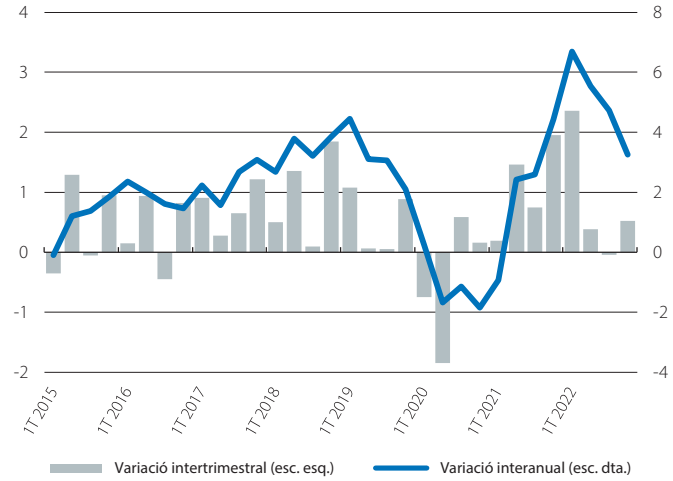
Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



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

Espanya: preu de l'habitatge

Taxa de variació intertrimestral (%) *Taxa de variació interanual (%)*



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

Fons Next Generation EU: com estan anant i com t'afecten

Un cop finalitzat el segon any de desemborsaments dels fons europeus Next Generation EU (NGEU), toca fer balanç. Espanya va incloure 28.400 milions d'euros del Mecanisme de Recuperació i Resiliència, el principal instrument de l'NGEU, en els Pressupostos Generals de l'Estat del 2022. S'han complert les expectatives? S'estan implementant les inversions i les reformes segons el que es preveia?

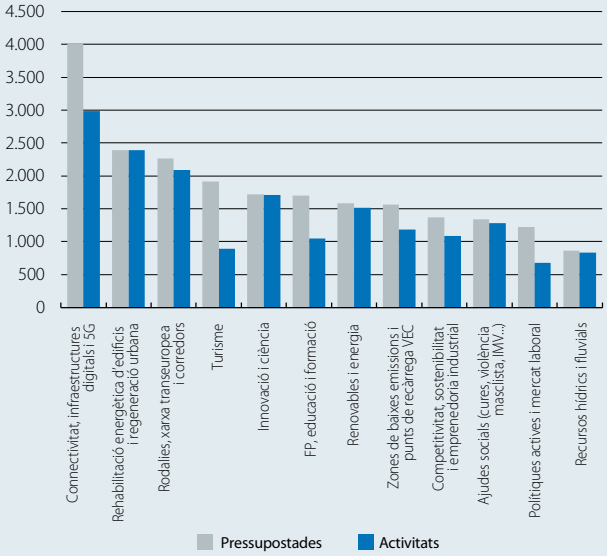
Inversions: molts projectes activats i amb un ritme d'execució *in crescendo*

Molts projectes pressupostats es van posar en marxa el 2022 (vegeu el primer gràfic), per un total proper als 25.100 milions d'euros (el 88% del que s'havia pressupostat), segons les dades d'execució pressupostària, amb les convocatòries d'ajudes i de licitacions competitives obertes, així com les partides on s'ha iniciat la distribució de fons cap a les Administracions autonòmiques i locals i cap a les institucions públiques que executen els programes d'inversió. No obstant això, a l'hora d'analitzar l'execució dels fons, aquesta estimació és massa àmplia, ja que inclou projectes en què els fons estan (o ho estaran de forma imminent) a disposició del sector públic, però en què encara no s'han resolt els beneficiaris de les ajudes associades. En altres paraules, diners que encara són «a les canonades». Si mirem els projectes activats el 2021-2022, des de l'arrencada de l'NGEU, parlem de més de 47.000 milions d'euros, el 90% del que s'havia pressupostat.

Però si, en lloc dels fons pressupostats, ens cenyim als fons adjudicats, o, en l'argot pressupostari, «compromesos», tindrem una idea una mica més precisa sobre el ritme al qual les inversions van arribant a l'economia real. Amb aquest criteri, s'obté que, pel que fa al pressupost del 2022, l'Administració General de l'Estat va adjudicar fons per valor de 21.900 milions d'euros (42.900 milions el 2021-2022),[1] el 77% del que s'havia pressupostat, tot i que una part van ser fons adjudicats a les comunitats autònomes, a les corporacions locals i als ens i les empreses públiques perquè, al seu torn, llancessin la corresponent licitació o convocatòria definitiva per al destinatari final. En particular, d'aquests 21.900 milions adjudicats, estimem que prop de 6.200 milions (el 28%) van ser convocatòries resoltes en favor d'empreses privades. D'aquests 6.200 milions, 2.200 van ser resolts en el primer semestre i 4.000 en el segon, la qual cosa mostra una acceleració en la resolució de les convocatòries per al sector privat en la segona meitat de l'any.

1. Els fons compromesos el 2021-2022 van ser el 81,5% dels fons pressupostats en el conjunt dels dos exercicis.

Espanya: fons NGEU, inversions 2022
(Milions d'euros)



Nota: *Les inversions activades inclouen els fons transferits (i encara no transferits però a punt de ser-ho) a comunitats autònomes, a corporacions locals i a organismes públics, tot i que no hagin publicat el programa d'ajudes associat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE fins al novembre del 2022.*

Al segon gràfic, podem distingir les principals convocatòries de fons NGEU resoltes per l'Estat el 2021 i el 2022.[2] Destaquen els projectes en infraestructures ferroviàries, el programa de finançament per a les pimes i per als autònoms a través de garanties, el programa Kit Digital per finançar la digitalització dels autònoms i de les pimes, i els programes en mobilitat sostenible i en transformació urbana, així com d'energia amb una aposta clara per la sostenibilitat (rehabilitació energètica d'edificis).

Si volem ser encara més precisos, i anar a l'última capa, és a dir, a la quantitat de fons que han arribat al teixit productiu, la xifra serà inferior a la dels fons adjudicats, ja que els beneficiaris han de presentar la documentació abans que s'executi el pagament. Si ens centrem en els desemborsaments de l'Estat als destinataris finals (és a dir, els pagaments al sector privat, els pagaments d'ajudes directes a altres entitats públiques, sense les transferències a altres entitats públiques en què aquestes han de publicar una convocatòria amb posterioritat per adjudicar els fons, i les ajudes per als centres tecnològics, universitaris i educatius), en relació amb el que s'havia pressupostat el 2022, s'obté que l'Estat va desemborsar 8.200 milions, el 30% del que s'havia pressupostat en aquest

2. En total, l'Estat va resoldre convocatòries el 2021-2022 per valor de 19.200 milions d'euros (convocatòries resoltes en favor d'empreses privades, així com ajudes directes adjudicades a altres entitats públiques en què no es requereix que aquestes llancin una convocatòria amb posterioritat), als quals cal sumar els 4.100 milions resolts per les comunitats autònomes.

exercici.[3] Així i tot, durant la segona meitat de l'any passat, l'acceleració va ser palpable: l'Estat va desemborsar gairebé 6.000 milions d'euros, una quantitat que va triplicar la del primer semestre.

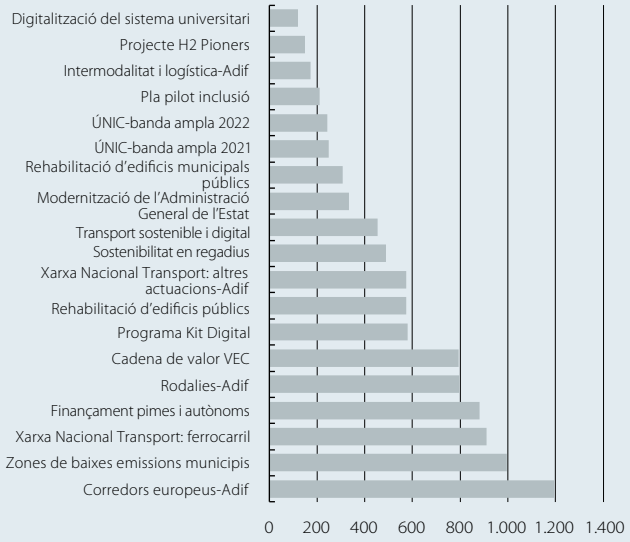
Pel que fa als PERTE, projectes amb un alt potencial de transformació i amb un elevat component de col·laboració público-privada, les convocatòries llançades (és a dir, la suma de les obertes i de les ja resoltes) el 2021-2022 van sumar 12.300 milions (gairebé el 30% del total dels 47.000 milions d'euros en projectes activats el 2021-2022), entre les quals destaquen els 4.900 milions del PERTE d'energies renovables, els 2.000 milions del PERTE del VEC i els 1.840 milions del PERTE del sector aeroespacial. Cal destacar que, tenint en compte el reforç dels 18.000 milions de préstecs que es pretén canalitzar als PERTE, la inversió pública total en aquests projectes entre el 2022 i el 2026 superarà els 40.000 milions d'euros.

De cara al 2023, s'espera que els fons europeus tinguin un major protagonisme en l'economia: hi ha molts projectes posats en marxa que haurien de cristal·litzar i arribar al teixit productiu, i s'espera que es mantingui de manera consistent una velocitat de creuer en convocatòries i en desemborsaments com l'observada en el segon semestre del 2022. A més a més, les xifres anunciades de convocatòries del primer semestre del 2023 evidencien la concentració del pressupost en poques convocatòries amb una elevada dotació econòmica,[4] i hauria de ser l'any en què s'obrin convocatòries d'envergadura en PERTE com el d'energies renovables i hidrogen verd o com la segona convocatòria de la cadena industrial del VEC (en la primera, es van resoldre projectes per 793 milions, per sota dels 2.975 pressupostats).

Si s'executa[5] tot el que s'esperava el 2022 i una part del que s'ha pressupostat el 2023 (en total, la xifra podria superar els 20.000 milions d'execució), l'impacte macroeconòmic sobre el creixement el 2023 seria substancial i podria arribar a 1,0 p. p. Que els fons s'executin amb agilitat el 2023 és clau també perquè es continuïn desemborsant els fons europeus: els primers desemborsaments depenien, principalment, del fet que es realitzessin reformes, però, a mesura que avancem, l'assoliment de metes quantificables (*targets*) relacionades amb les inversions guanyarà pes. Sense anar més lluny, el 2023, hi haurà objectius quantitatius que caldrà complir, mesurats des que va començar el Pla, entre els quals destaquen: 231.000 actuacions de rehabilitació en almenys 160.000 habitatges, un parc mínim de 238.000 vehicles i de punts de recàrregues, 800.000 pimes beneficiades amb el Kit Digital o un augment de la capacitat en renovables de 8.500 MW.

3. Dades fins al novembre del 2022.
4. Les cinc majors convocatòries en transició verda, digitalització, comerç i turisme, educació i ocupació copen, com a mínim, el 70% de les ajudes en cadascun d'aquests sectors. S'han pressupostat 11.600 milions d'euros en convocatòries en el 1S 2023.
5. Per execució, ens referim al fet que els fons siguin desemborsats i que el teixit productiu en pugui disposar.

Principals convocatòries NGEU resoltes per l'Estat el 2021-2022
(Milions d'euros)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del portal del Pla de Recuperació, Transformació i Resiliència.*

Les reformes el 2022: es compleix el calendari, a falta de tancar la segona reforma de les pensions

Durant la primera meitat del 2022, es va complir el calendari de reformes pactat amb Brussel·les, la qual cosa ha permès que la Comissió Europea hagi donat llum verda al febrer al desemborsament de fons europeus per valor de 6.000 milions d'euros, diners que Espanya rebrà properament, quan es produeixi l'aprovació final per part del Consell Europeu. Entre les reformes, destaquen la llei per potenciar els plans de pensions d'empresa, que incrementen l'aportació màxima conjunta de treballador i d'empresa desgravable a 10.000 euros,[6] i el nou sistema de cotització dels autònoms per mòduls.

Durant la segona meitat de l'any, es va prémer l'accelerador en lleis de modernització de les Administracions públiques, com l'aprovació en Consell de Ministres del projecte de llei per a una reforma de la funció pública, que, entre altres elements, introdueix un complement vinculat al rendiment dels empleats públics, que es revisarà anualment. A més a més, es va aprovar al Congrés la llei d'avaluació de les polítiques públiques per valorar *ex ante* i *ex post* els resultats de les polítiques públiques amb la creació d'una Agència d'Avaluació de les polítiques públiques,

6. No s'ha establert, però, un pla amb incentius fiscals per facilitar la mobilitat entre plans alternatius.

el funcionament de la qual s'hauria de conèixer en el 3T 2023, segons el cronograma del Pla de Recuperació, i que seria desitjable que primés les avaluacions realitzades per persones independents i externes a les Administracions públiques. També va entrar en vigor la Llei d'Ocupació, que dona un termini màxim d'un mes després del diagnòstic inicial perquè els demandants d'un lloc de treball obtinguin un pla individualitzat per trobar feina i que potencia les eines digitals i els mecanismes d'avaluació en el funcionament del SEPE.

No obstant això, en l'àmbit de les pensions, la segona part de la reforma, centrada en els canvis en els anys cotitzats per al càlcul de la pensió i en l'augment de la base màxima de cotització i les pensions màximes, encara no està tancada. És desitjable que aquesta reforma asseguri la sostenibilitat del sistema equilibrant els interessos de totes les generacions; aquesta reforma és la fita que falta per tancar per al desemborsament de fons per valor de 10.000 milions d'euros cap a la meitat del 2023, vinculat als progressos realitzats en el segon semestre del 2022.

Javier Garcia-Arenas

Estat d'execució dels PERTE

(Milions d'euros, a 14/12/2022)

PERTE	Fons públics	Convocatòries resoltes i obertes
Microelectrònica	12.250	–
Energies renovables, hidrogen i emmagatzematge (ERHE)	10.475	4.957
Vehicle elèctric i connectat (VEC)	4.295	2.018
Descarbonització	3.100	–
Digitalització del cicle de l'aigua	2.790	425
Aeroespacial	2.126	1.844
Economia social i de les cures	1.808	380
Salut d'avantguarda	1.650	912
Indústria agroalimentària	1.450	1.063
Nova economia de la llengua	1.101	298
Economia circular	792	192
Sector naval	310	250
Total	**42.146**	**12.339**

Font: *Portal del Pla de Recuperació, Transformació i Resiliència.*

El sector turístic a Espanya arrenca el 2023 amb força

L'activitat turística continua avançant a bon ritme. Immersos en la temporada baixa per a una bona part del sector, les xifres que es publiquen mes rere mes continuen confirmant una gran solidesa de la demanda, malgrat el complex entorn econòmic al qual s'enfronta l'economia global i, en particular, l'europea. Es mantindrà aquesta dinàmica en els propers mesos?

Comportament positiu de la demanda turística

Els indicadors d'activitat turística van continuar donant mostres de gran fortalesa al final del 2022. Al desembre, el nombre d'arribades de turistes internacionals a Espanya va assolir els 4,1 milions, amb prou feines el 4,4% per sota del desembre del 2019. Aquesta recuperació del volum de turistes internacionals s'ha donat en un entorn d'alces de preus al sector. Segons les dades de l'IPC del gener, els preus de l'allotjament es van situar el 18,6% per damunt dels del mateix mes del 2019, i els preus de l'oci i la restauració, el 14,9%. La combinació de la recuperació del volum i de l'augment de preus ha comportat que els ingressos del turisme superin ja els anteriors a la pandèmia. Així, al desembre, la despesa dels turistes internacionals es va situar el 4,5% per damunt del mateix mes de l'any 2019.

El turisme domèstic també va mostrar un molt bon funcionament al final del 2022, tot i que ja acumulava tres trimestres amb nivells d'activitat superiors als del 2019. Al desembre, les pernoctacions en allotjaments turístics de residents van ser el 2,9% superiors a les del mateix mes del 2019. Una de les claus d'aquest molt bon funcionament és la lenta recuperació dels viatges de residents a l'estranger. Segons les dades de targetes de CaixaBank, al gener d'enguany, els pagaments amb targeta a l'estranger es van situar encara el 16,8% per sota del nivell del gener del 2019.

Com començarà la temporada alta?

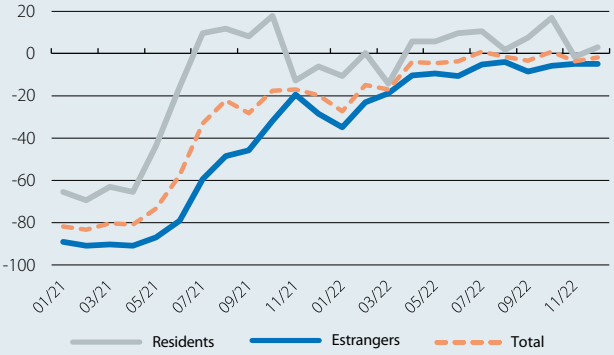
Tot i que les dades són molt positives, pot ser arriscat jutjar la situació de la demanda turística a partir de les xifres de la temporada baixa. En aquest cas, és habitual analitzar la situació de la demanda a les Canàries durant els mesos d'hivern –mesos de temporada alta a les illes– per apreciar millor la fortalesa de la demanda turística i per avançar la tendència que podríem observar quan comenci la temporada alta a la Península i a les Balears.[1]

Si analitzem els indicadors de volum de turisme internacional del desembre a les Canàries, les conclusions són que, efectivament, la demanda turística mostra una fortalesa enorme i, fins i tot, millora els registres de l'estiu

1. El mes de desembre del 2019, al conjunt d'Espanya, es van registrar el 4,9% de les arribades de turistes internacionals de l'any, mentre que, a les Canàries, aquest percentatge se va situar en el 9,1%.

Espanya: pernoctacions en allotjaments turístics

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



Nota: *Pernoctacions en establiments hotelers, en apartaments turístics, en agroturismes i en càmpings.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

passat. Les arribades de turistes internacionals es van situar l'1,6% per damunt del desembre del 2019 i van millorar els ja bons registres recollits a l'estiu (el –1,0% *vs.* l'estiu del 2019). Per països, va destacar positivament la fortalesa del turisme britànic, que es va situar per damunt del nivell del mateix mes del 2019 (el +3,4%) i que manté una tendència clara de millora, mentre que la nota negativa va ser la feblesa del turisme alemany i del nòrdic, els únics països europeus que es mantenen per sota del nivell del 2019. També és interessant veure que altres països europeus amb menys pes al mercat canari mostren un gran creixement: els Països Baixos, França, Irlanda i Bèlgica registren un creixement de dos dígits en relació amb el desembre del 2019.

A més de les bones dades de les Canàries, el nostre indicador d'interès per viatjar a Espanya, elaborat a partir de les cerques a Google als països emissors de turistes, manté un senyal positiu. En concret, l'indicador d'interès per viatjar dels turistes de la UE es va situar en terreny positiu al febrer (el +4%), a causa, principalment, de les bones dades dels Països Baixos, que van arribar al +10%, i d'Alemanya, on van assolir el +7% i van capgirar, així, la dada molt negativa del gener (el –17%). Pel que fa als turistes britànics, l'indicador se situa en terreny negatiu, la qual cosa envia un senyal contrari a l'observat a les Canàries, tot i que més coherent amb la difícil situació econòmica que travessa el Regne Unit. Finalment, les bones xifres d'interès en països com els EUA i el Japó podrien anticipar la recuperació del turisme de llarga distància, molt incompleta encara en el cas dels emissors asiàtics.

En conclusió, les dades de les Canàries mostren que la demanda turística es manté forta i confirmen les lectures que rebem dels indicadors del conjunt d'Espanya. D'altra banda, les dades de cerques a Google avancen que l'arribada de turistes de la UE no perdrà força a curt termini,

plantegen alguns dubtes sobre la fortalesa de la demanda britànica i anticipen una dinàmica molt positiva del turisme de llarga distància.

Marge de creixement en un context de pèrdua de poder adquisitiu

Les bones xifres i les perspectives de demanda turística es donen en un entorn macroeconòmic advers, en què les llars perden poder adquisitiu arran de l'escalada inflacionista i de l'enduriment de les condicions financeres. Així, caldria esperar una certa contenció de la despesa turística, ja que es tracta d'un consum no essencial. No obstant això, atès que venim d'un període amb taxes d'estalvi inusualment elevades, estimem que una part de les llars europees encara tenen marge per ajustar les taxes d'estalvi, per retornar-les a nivells similars als anteriors a la pandèmia i per mantenir, així, els nivells de consum.

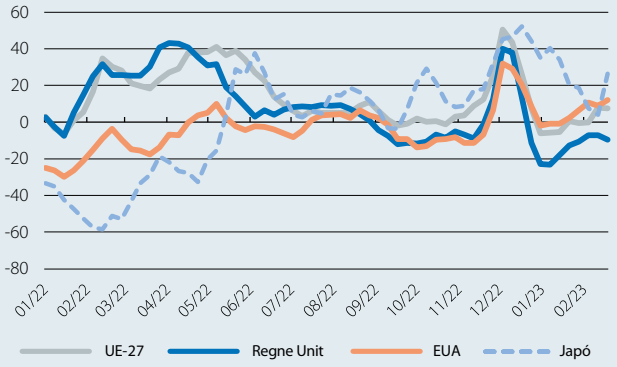
Si analitzem l'evolució de les taxes d'estalvi de les llars dels principals emissors de turistes per a Espanya entre el 3T 2022 (última dada disponible) i el mateix període del 2019, només en els casos d'Itàlia i d'Espanya observem una taxa d'estalvi inferior el 2022. Tal com es pot observar al segon gràfic, al Regne Unit, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en el 9,0% en el 3T 2022, considerablement per damunt del nivell prepandèmia (el 5,2%). Quelcom similar observem en els casos d'Alemanya, de França i dels Països Baixos, amb unes taxes d'estalvi encara 1,4 p. p. i 1,7 p. p. per damunt del nivell del 2019.

Esperem que aquest procés de normalització de les taxes d'estalvi continuï i que contribueixi a la recuperació del consum turístic en els propers trimestres, juntament amb altres palanques de creixement, com l'esperada recuperació del turisme de llarg distància (els EUA, Llatinoamèrica i Àsia), la major propensió als viatges domèstics a la UE i la descongestió de l'espai aeri. Per tot plegat, esperem que el nivell d'activitat del sector turístic el 2023 superi la referència del 2019 i consolidi definitivament la seva recuperació.

Javier Ibáñez de Aldecoa

Cerques setmanals a Google sobre viatges a Espanya

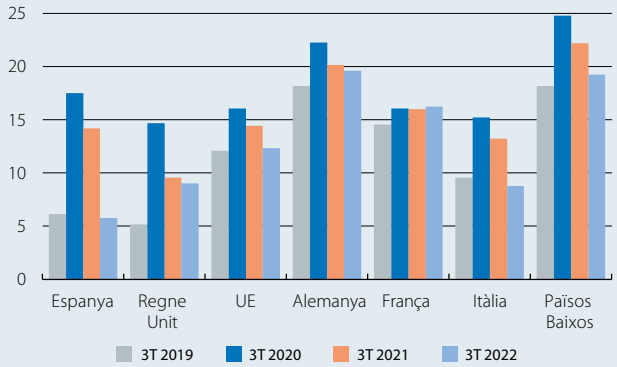
*Variació en relació amb el nivell de referència (%) **



Notes: *S'utilitzen dades de cerques de la paraula Espanya al Regne Unit, a Alemanya, a França, a Itàlia, als Països Baixos i als EUA en l'idioma oficial de cada país dins la categoria de viatges.*
** El nivell de referència es construeix a partir de les cerques setmanals entre el 2017 i el 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de Google Trends.*

Taxa d'estalvi de les llars en el 3T de cada any

(% de la renda bruta disponible)



Nota: *Dades corregides d'estacionalitat i d'efectes de calendari.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, d'Eurostat i de l'ONS.*

Llum i gas el 2022: l'esforç que va comportar la factura energètica per a les llars espanyoles

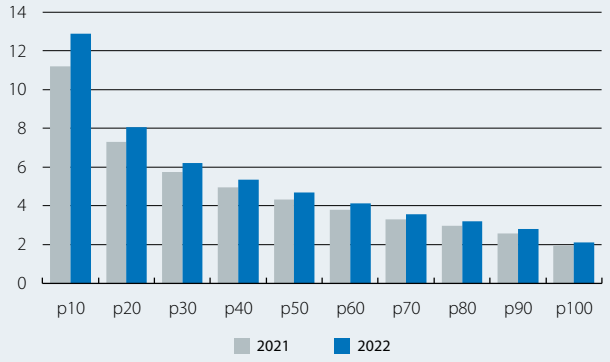
La crisi energètica ha tingut un impacte de primer ordre sobre l'esforç que han de fer les llars espanyoles per pagar les factures energètiques.[1] Per quantificar-lo, hem examinat, de forma totalment anonimitzada, els ingressos laborals (és a dir, les nòmines i els subsidis d'atur) i els rebuts domiciliats de la llum i del gas registrats als comptes bancaris de CaixaBank. En disposar de les dues informacions per a una mateixa llar, podem estimar quin percentatge dels ingressos es va destinar a la despesa en llum i en gas[2] i també quin va ser l'esforç realitzat en funció del nivell d'ingressos.

Evidentment, el 2022, totes les llars van haver de destinar un major percentatge dels ingressos a pagar les factures de la llum i del gas en comparació amb l'any anterior, tal com es recull al primer gràfic. Una llar amb ingressos mitjans va dedicar el 4,7% dels ingressos laborals a pagar els rebuts de la llum i del gas, la qual cosa va representar un increment de 0,4 p. p. en relació amb l'any anterior.[3]

No obstant això, l'esforç addicional per pagar el consum energètic no va ser el mateix per a totes les llars: les que tenien menys ingressos van haver de destinar una major proporció de la renda a pagar les factures de la llum i del gas que les llars amb ingressos més alts. En concret, les llars amb ingressos baixos (percentil 20) hi van destinar el 8,1% dels ingressos (+0,7 p. p. més que el 2021), mentre que les llars amb ingressos alts (percentil 80) hi van destinar el 3,2% (+0,3 p. p. més que el 2021). Aquest esforç addicional hauria estat encara major sense les mesures de suport contra la crisi energètica, que han beneficiat totes les llars i, en especial, les rendes més baixes.[4]

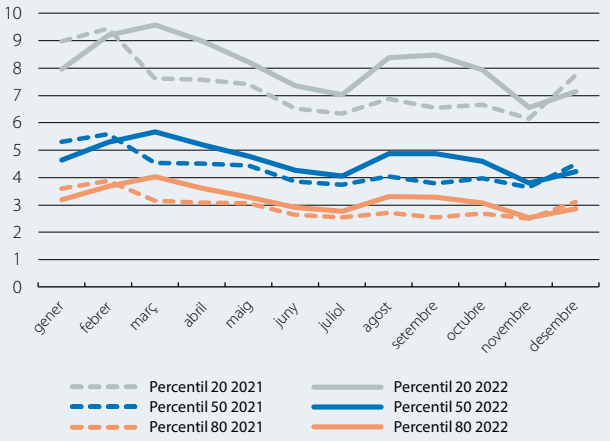
La despesa en energia va ser substancialment més elevada el 2022 que el 2021 en dos moments concrets de l'any: al març i a l'abril, just després de l'esclat de la guerra a Ucraïna, i entre l'agost i l'octubre (vegeu el tercer gràfic). Això va ser una anomalia en el patró habitual de despesa de les llars, ja que els rebuts d'import més elevat se solen pagar al gener i al febrer (els mesos més freds) i els més baixos, a l'octubre i al novembre (vegeu el segon gràfic).

Espanya: distribució per decils de la despesa en llum i en gas
(% dels ingressos)



Notes: *(p) Percentil. Despesa mensual mitjana en electricitat i en gas en cada decil calculada com a percentatge dels ingressos anuals totals mensualitzats (inclou les nòmines i els subsidis o les prestacions per atur).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

Espanya: evolució mensual de la despesa energètica
(% dels ingressos)



Nota: *Despesa mensual mitjana en electricitat i en gas en cada decil calculada com a percentatge dels ingressos anuals totals mensualitzats (inclou les nòmines i els subsidis o les prestacions per atur).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

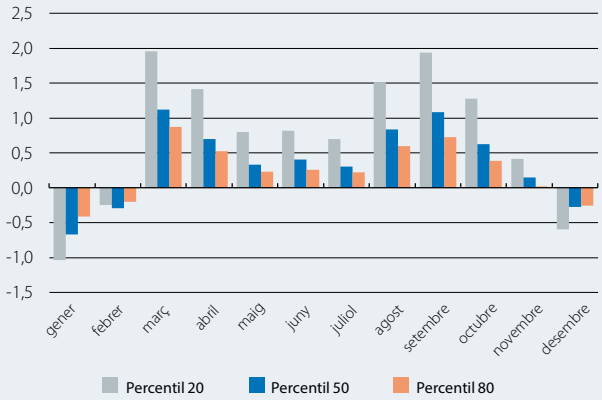
1. En articles anteriors, hem analitzat l'evolució de la factura de la llum en aquests convulsos temps després de l'inici de la guerra a Ucraïna. Vegeu el Focus «L'evolució dels rebuts de la llum de les llars espanyoles el 2022», a l'IM12/2022, i «Els preus de la llum estan pels núvols, i l'import del seu rebut?», a l'IM01/2022.
2. Per fer-ho, agreguem la despesa mensual en electricitat i en gas de cada client entre 16 i 65 anys que té rebuts domiciliats d'aquests conceptes. Així mateix, calculem els seus ingressos laborals anuals totals, ja siguin nòmines i subsidis o prestacions per atur pagades als comptes bancaris en què l'individu és titular d'un contracte. Això inclou els ingressos de tots els titulars d'aquests comptes per aproximar els ingressos de la llar. Així i tot, es poden subestimar els ingressos laborals de la llar si algunes nòmines o prestacions per atur es paguen en altres bancs. A més a més, no incloem els ingressos d'altres membres de la mateixa llar que no siguin titulars dels contractes considerats. Amb posterioritat, calculem els ingressos mensuals equivalents per computar la proporció destinada a pagar aquests rebuts.
3. Com a referència, segons l'Enquesta de pressupostos familiars (INE), el 4,1% de la despesa realitzada per les llars espanyoles el 2021 va ser destinat a la factura energètica de la llar (principalment, electricitat i gas, subgrup de despesa 4.5).
4. Per a més detalls sobre les mesures adoptades i sobre el seu impacte al llarg de la distribució d'ingressos, vegeu García Miralles, E. (2023), «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización», Boletín Económico, 2023 T1, Banc d'Espanya.

La notícia més positiva, però, la vam veure al final de l'any, quan es va capgirar la situació i les llars de tots els decils de renda van destinar menys proporció dels ingressos a pagar la llum i el gas que 12 mesos abans. L'esforç va ser menor que un any enrere, en especial per a les llars amb ingressos més baixos. Una situació que, pel que sembla, pot tenir continuïtat el 2023, atesa la distensió dels preus energètics observada des del començament d'enguany.

Josep Mestres Domènech

Espanya: diferència en la despesa energètica en percentatge dels ingressos el 2022 *

(p. p.)



Notes: ** Diferència en relació amb el 2021. Despesa mensual mitjana en electricitat i en gas en cada decil calculada com a percentatge dels ingressos anuals totals mensualitzats (inclou les nòmines i els subsidis o les prestacions per atur).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

Els efectes base de la inflació el 2023: són rellevants?

La inflació es pot mesurar de moltes maneres, però la forma utilitzada de forma més habitual és mitjançant el càlcul de la variació interanual de l'índex de preus al consum (IPC).[1] Per definició, la inflació depèn del valor de l'IPC en el mes en qüestió, però també del valor de l'IPC 12 mesos enrere, el valor «base» de partida. Aquesta referència a valors passats de l'IPC és la que genera l'anomenat «efecte base». En aquest article, repassem aquest concepte i n'analitzem l'impacte sobre l'evolució de la inflació del 2023.

Un exemple val més que mil paraules

El primer gràfic exemplifica de manera visual el concepte de l'efecte base. Hi mostrem l'evolució del nivell de l'IPC des del gener del 2021 fins al desembre del 2023, una sèrie que inclou les nostres previsions per als mesos de març a desembre d'enguany, i centrem l'atenció en la comparativa de la inflació del gener i la prevista per al juny del 2023. Tal com es pot veure, al gener del 2023, la inflació (recordem-ho, la taxa de variació interanual de l'IPC) va ser del 5,9%. Així mateix, preveiem que la inflació reculará fins al 3,0% al juny, tot i que s'espera que el nivell de l'IPC creixi el 3,5% entre el gener i el juny del 2023. Si l'índex creix entre el gener i el juny, com pot ser que la inflació caigui? Aquesta caiguda de la inflació (del 5,9% al 3,0%) s'explica perquè l'IPC entre el gener i el juny d'un any abans, la base, va créixer a una taxa encara superior, del 6,5%. Dit d'una manera més rigorosa, la diferència de la inflació entre el gener i el juny del 2023, de –2,9 p. p. (3,0%-5,9%), és deguda a la suma de la contribució positiva de les dades de l'IPC entre el gener i el juny del 2023, de 3,5 p. p., i la contribució negativa de l'IPC entre el gener i el juny del 2022, de –6,5 p. p.[2]

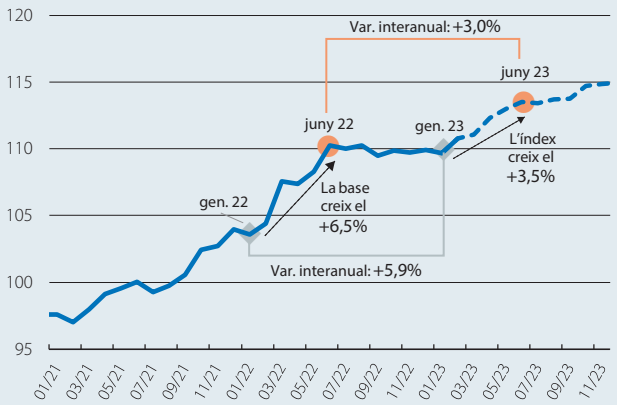
L'efecte base el 2023

El segon gràfic mostra la variació de la inflació mes a mes durant tot el 2023, segons el nostre escenari de previsions, i el desglossament d'aquesta variació en funció de la contribució de l'impacte de la dada de l'IPC de cada mes i de l'efecte base.

Diversos missatges emanen del gràfic. En primer lloc, destaca que, durant la primera meitat del 2023, l'efecte base pressionarà de manera significativa a la baixa la inflació. Així, per exemple, preveiem que, al març del 2023, la inflació caurà en 2,8 p. p. en relació amb la dada del mes anterior. Aquesta caiguda s'explicaria per un augment mensual de l'índex de l'IPC del 0,3% i per un efecte base negatiu de 3 p. p., pel fet que l'índex de l'IPC va anotar un creixement mensual al març del 2022 molt més elevat (del 3,0%, precisament).

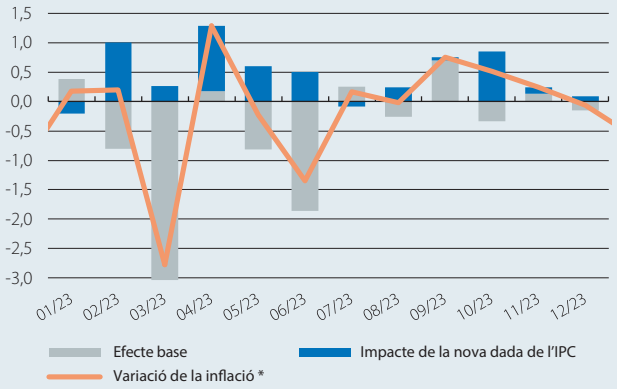
1. La variació interanual és la variació percentual del valor d'una variable en un mes concret en relació amb el de 12 mesos abans.
2. Les xifres estan arrodonides fins al primer decimal.

Espanya: IPC general
Índex (100 = 2021)



Nota: *La variació de la inflació és dada fins al febrer del 2023; del març endavant, és previsió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Espanya: contribució a la variació de la inflació
(p. p.)



Nota: *La variació de la inflació és dada fins al febrer del 2023; del març endavant, és previsió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

En segon lloc, destaca que, durant la segona meitat del 2023, els efectes base remetran i, fins i tot, canviaran de signe diversos mesos. Això és degut al fet que, tal com es pot veure al primer gràfic de l'article, el fort creixement de l'IPC es va concentrar en la primera meitat del 2022, mentre que, durant la segona meitat del 2022, l'IPC es va mantenir força estable.

En resum, en els propers mesos, és probable que vegem que els registres de la inflació es moderin. Aquesta moderació serà conseqüència dels efectes base de l'any anterior, més que d'una moderació substancial del ritme de creixement mensual de l'IPC durant el 2023.

Oriol Carreras i Javier Ibáñez

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	12/22	01/23	02/23
Indústria									
Índex de producció industrial	8,8	2,9	1,6	4,6	4,6	0,8	0,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	0,6	–0,9	6,8	0,4	–5,2	–5,4	–4,8	–3,8	–6,0
PMI de manufactures *(valor)*	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	46,4	48,4	50,7
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	4,7	–	31,6	18,8	8,8	–	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	9,6	28,9	41,8	33,6	23,0	17,3	14,7	...	...
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	129,5	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	51,6	52,7	56,7
Consum									
Vendes comerç al detall	5,1	0,8	0,3	1,2	0,1	1,7	4,0	...	...
Matriculacions d'automòbils	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	–14,1	51,4	19,2
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–12,9	–26,5	–18,2	–26,9	–32,5	–28,2	–25,3	–22,9	–22,1
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	2,4	2,3	2,4
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	12/22	01/23	02/23
General	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	5,7	5,9	6,1
Subjacent	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	7,0	7,5	7,7

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	12/22	01/23	02/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	21,2	22,9	26,2	22,2	23,3	22,9	22,9	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	24,8	33,4	36,1	35,2	38,1	33,4	33,4	...	...
Saldo corrent	**11,5**	**11,8**	**8,5**	**8,5**	**7,0**	**11,8**	**11,8**	...	...
Béns i serveis	17,9	22,4	14,2	15,3	15,7	22,4	22,4	...	...
Rendes primàries i secundàries	–6,4	–10,7	–5,7	–6,8	–8,7	–10,7	–10,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**22,4**	**25,0**	**19,8**	**21,5**	**19,8**	**25,0**	**25,0**	**...**	**...**

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	12/22	01/23	02/23
Dipòsits									
Dipòsits de llars i empreses	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,7	3,2	2,9	...
A la vista i estalvi	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	3,6	2,3	...
A termini i preavís	–24,4	–19,7	–26,8	–25,4	–19,2	–7,4	–3,4	0,2	...
Dipòsits d'AP	15,5	9,6	19,3	15,6	6,6	–3,1	–0,8	5,8	...
TOTAL	**6,7**	**5,2**	**6,0**	**6,0**	**5,4**	**3,2**	**2,9**	**3,1**	**...**
Saldo viu de crèdit									
Sector privat	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,5	–0,4	–0,5	...
Empreses no financeres	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,9	–0,7	–0,5	...
Llars - habitatges	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	–0,2	–0,8	...
Llars - altres finalitats	–1,2	–0,6	–1,1	–0,5	–0,9	–0,1	–0,1	0,2	...
Administracions públiques	15,3	0,2	3,4	1,9	–3,5	–1,1	0,6	–4,5	...
TOTAL	**1,1**	**0,7**	**0,4**	**0,9**	**1,0**	**0,4**	**–0,3**	**–0,8**	**...**
Taxa de morositat (%)[4]	**4,3**	**3,5**	**4,3**	**4,1**	**3,8**	**3,7**	**3,5**	**...**	**...**

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.*

El turisme, palanca de l'economia portuguesa

Confirmat el creixement del PIB del 6,7% el 2022. Les exportacions i el consum van ser els components que més van contribuir a aquest resultat i van reflectir el fort increment de l'activitat turística i la recuperació del consum de béns duradors, sobretot d'automòbils, gràcies a l'estalvi acumulat durant la pandèmia. Els indicadors disponibles per a l'inici de l'any, encara escassos, mostren un comportament més positiu del previst en el nostre escenari. Els indicadors de confiança han millorat al gener i al febrer, els de consum –vendes d'automòbils i pagaments amb targeta– creixen a bon ritme i el turisme manté un dinamisme notable. Ara com ara, mantenim la previsió de creixement del PIB el 2023 en l'1%, però els riscos s'orienten lleugerament a l'alça.

La inflació del febrer, notícies mixtes. Pel costat positiu, la inflació general cau per quart mes consecutiu, fins al 8,2%, segons la dada d'avanç (el 8,4% al gener), gràcies al descens de la inflació dels productes energètics. Pel costat negatiu, després de la caiguda del gener, la primera en 15 mesos, la inflació subjacent reprèn la senda alcista al febrer i repunta 2 dècimes, fins al 7,2%. A més a més, els aliments no elaborats assoleixen una inflació del 20,1%, una taxa mai vista des de l'adhesió a l'euro.

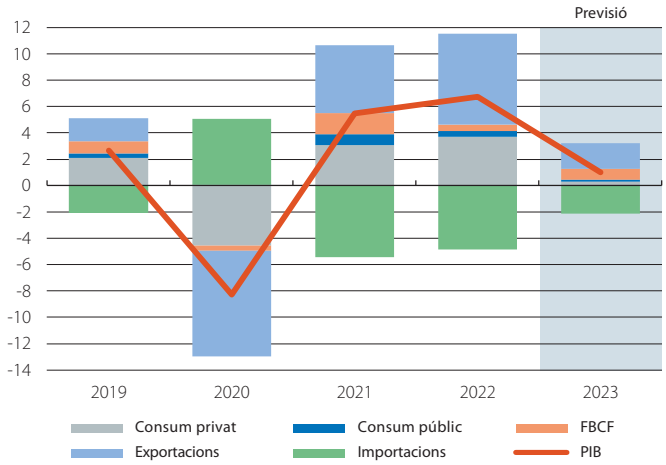
Senyals d'empitjorament al mercat laboral. La taxa d'atur va augmentar fins al 6,5% en el 4T 2022, una pujada de 0,7 p. p. en relació amb el 3T. A més a més, l'ocupació va caure per primera vegada des del 1T 2021 (el –0,5% trimestral, –26.200 llocs de treball), tot i així, continua per damunt dels nivells prepandèmia (el +2,4%, +117.000 llocs de treball). És possible que la normalització de l'activitat post-COVID en alguns sectors, com les activitats sanitàries i de serveis socials, expliqui, si més no en part, aquesta destrucció d'ocupació. Al seu torn, al gener, l'atur registrat va continuar creixent, el 4,9% (el –9,5% interanual), impulsat per l'augment a la construcció i al comerç.

El turisme arrenca bé l'any, amb una xifra propera als 1,5 milions d'hostes al gener. Aquesta xifra representa un creixement del 72,5% interanual i del 3,2% en relació amb el gener del 2020. El balanç del 2022 va ser molt positiu, amb els ingressos totals dels establiments turístics el 16,5% per damunt del nivell del 2019, malgrat un nombre d'hostes una mica inferior (el –2%). De cara al 2023, esperem que es mantingui la tendència positiva, amb el suport (i) d'uns preus d'energia més baixos, la qual cosa es reflectirà en les tarifes aèries; (ii) d'alguns esdeveniments puntuals, com les Jornades Mundials de la Joventut, i (iii) de la recuperació de turistes asiàtics.

El 2022 Portugal va registrar una necessitat de finançament del 0,4% del PIB, en relació amb la capacitat de finançament de l'1,0% del PIB de l'any anterior. Aquest empitjorament va procedir, principalment, del deteriorament de la balança per compte corrent, que va anotar un dèficit del 0,8% del PIB, a causa de l'augment del dèficit energètic i de rendes, i que no va poder ser compensat per la millora del superàvit per turisme. Esperem que, el 2023, es torni a una situació de superàvit, gràcies a la reducció del dèficit per compte corrent i a una millora de la balança de capital, que es beneficiarà de la recepció dels fons NGEU. El menor dèficit corrent procedirà de la correcció del dèficit energètic i de les bones perspectives per al sector turístic.

Portugal: contribució al creixement del PIB per components

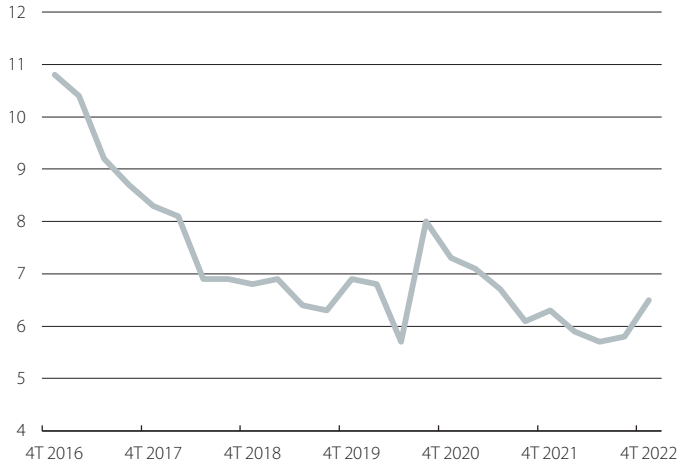
(%)



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

Portugal: taxa d'atur

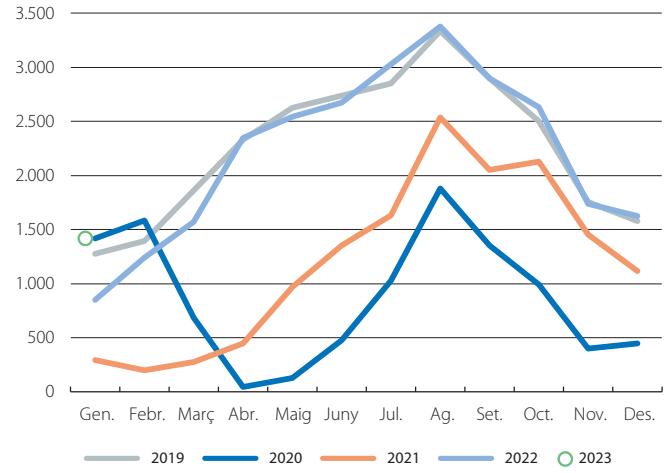
(%)



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

Portugal: nombre d'hostes

(Milers)



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

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	12/22	01/23	02/23
Índex coincident d'activitat	3,4	6,0	7,1	6,7	5,4	4,7	4,7	4,7	...
Indústria									
Índex de producció industrial	4,5	0,5	–2,1	2,0	1,8	0,1	2,5	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–5,3	–3,4	–0,1	–2,3	–4,7	–6,6	–6,9	–6,3	–5,0
Construcció									
Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges)	13,5	...	46,0	–22,6	4,3	...	...	...	...
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	13,5	14,9	...
Serveis									
Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*)	51,5	158,6	259,9	298,1	244,4	158,6	158,6	154,0	...
Indicador de confiança als serveis *(valor)*	0,1	15,0	13,0	21,1	17,9	8,1	5,8	6,1	10,2
Consum									
Vendes comerç al detall	4,9	4,8	12,7	3,1	3,3	0,0	0,5	3,7	...
Indicador coincident del consum privat	5,0	4,4	6,9	5,2	3,2	2,3	2,3	2,4	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–17,2	–29,7	–19,3	–30,5	–31,8	–37,0	–38,1	–37,0	–35,0
Mercat de treball									
Població ocupada	2,8	2,0	4,7	1,9	1,1	0,5	–0,5	...	...
Taxa d'atur (*% de la població activa*)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,8	6,5	6,7	...	...
PIB	**5,5**	**6,7**	**11,9**	**7,4**	**4,8**	**3,2**	**–**	**–**	**–**

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	12/22	01/23	02/23
General	1,3	7,8	4,3	8,0	9,1	9,9	9,6	8,4	8,2
Subjacent	0,8	5,6	3,1	5,5	6,5	7,2	7,3	7,0	7,2

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	12/22	01/23	02/23
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	18,3	23,1	21,2	18,9	22,7	23,1	23,1	...	...
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	22,0	31,2	33,3	31,5	35,2	31,2	31,2	...	...
Saldo corrent	**–1,6**	**–3,2**	**–3,5**	**–4,4**	**–4,2**	**–3,2**	**–3,2**	**...**	**...**
Béns i serveis	–5,5	–4,9	–6,8	–6,4	–5,3	–4,9	–4,9	...	...
Rendes primàries i secundàries	3,9	1,7	3,3	2,0	1,1	1,7	1,7	...	...
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**2,1**	**–1,1**	**–0,1**	**–1,0**	**–1,9**	**–1,1**	**–1,1**	**...**	**...**

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Dipòsits [1]									
Dipòsits de llars i empreses	9,3	6,4	8,9	8,2	7,8	6,4	6,4	5,1	...
A la vista i estalvi	16,3	7,3	15,3	12,9	11,2	7,3	7,3	5,3	...
A termini i preavís	1,2	5,2	1,1	2,3	3,3	5,2	5,2	4,7	...
Dipòsits d'AP	–4,1	12,4	9,8	8,5	–0,1	12,4	12,4	22,3	...
TOTAL	**9,0**	**6,5**	**8,9**	**8,2**	**7,5**	**6,5**	**6,5**	**5,5**	**...**
Saldo viu de crèdit [1]									
Sector privat	2,9	1,3	2,8	2,5	1,9	1,3	1,3	0,9	...
Empreses no financeres	2,2	–1,0	1,2	0,7	–0,5	–1,0	–1,0	–1,5	...
Llars - habitatges	3,3	2,7	3,0	3,8	3,3	2,7	2,7	2,6	...
Llars - altres finalitats	3,1	2,9	6,4	3,3	3,2	2,9	2,9	1,4	...
Administracions públiques	3,8	–2,7	5,3	–1,3	–1,5	–2,7	–2,7	–2,9	...
TOTAL	**2,9**	**1,2**	**2,8**	**2,4**	**1,7**	**1,2**	**1,2**	**0,8**	**...**
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.*

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

Et recomanem:

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

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

© CaixaBank, S.A., 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