# IM01

**INFORME MENSUAL**
NÚMERO 485 | GENER 2024

## ECONOMIES I MERCATS INTERNACIONALS

MERCATS FINANCERS
*La política monetària i el funcionament borsari als EUA*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Hi ha una evidència «matinera» de* de-risking*? (part I): els EUA i la Xina*

*Hi ha una evidència «matinera» de* de-risking*? (part II): UE*

## ECONOMIA ESPANYOLA

*Com es podria reduir més l'atur estructural a Espanya?*

*Canvis en el nivell educatiu dels ocupats espanyols*

*La importància dels costos intermedis en les dinàmiques de la inflació a Espanya*

CaixaBank Research

**INFORME MENSUAL**
**Gener 2024**

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:
5 de gener de 2024

# ÍNDEX

**1 EDITORIAL**

**3 LES CLAUS DEL MES**

**4 PREVISIONS**

**7 MERCATS FINANCERS**

9 *La política monetària i el funcionament borsari als EUA*
Isabela Lara White

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL**

14 *Hi ha una evidència «matinera» de* de-risking*? (part I): els EUA i la Xina*
Luís Pinheiro de Matos

16 *Hi ha una evidència «matinera» de* de-risking*? (part II): UE*
Luís Pinheiro de Matos

**20 ECONOMIA ESPANYOLA**

22 *Com es podria reduir més l'atur estructural a Espanya?*
Josep Mestres Domènech

24 *Canvis en el nivell educatiu dels ocupats espanyols*
Sergio Díaz Valverde

26 *La importància dels costos intermedis en les dinàmiques de la inflació a Espanya*
Oriol Carreras Baquer i Zoel Martín Vilató

**29 ECONOMIA PORTUGUESA**

30 *El turisme a Portugal en la temporada alta del 2023*
Tiago Belejo Correia

# Aterratge suau en temps d'incertesa política

Després de l'intens ajust que s'ha produït en les expectatives de política monetària des de la segona setmana de novembre de l'any passat, i que va propiciar un dels moviments més intensos de revaloració dels actius financers en les últimes dècades (el +9% la renda fixa en els dos últims mesos del 2023, màxims bimensuals des del 1990), toca ajustar els escenaris econòmics i valorar si els inversors han corregut massa en descomptar un escenari idíl·lic, en què la resiliència del cicle d'activitat davant l'enduriment monetari vindrà acompanyada d'un retorn ràpid de la inflació al 2%. Ara com ara, el consens de previsions ha virat de forma definitiva cap a un aterratge suau de l'economia mundial el 2024, amb un creixement mitjà semblant al del 2023, en què es mantenen les divergències sectorials i entre les regions econòmiques. Però amb un perfil totalment diferent del de l'any passat, amb un primer semestre caracteritzat per una marcada feblesa de l'activitat, que donarà pas a una millora en la segona part de l'any, a mesura que vagin aflorant els efectes tant de la baixada de la inflació com del relaxament de les condicions financeres. De la intensitat dels dos processos en marxa dependrà el moment en què es puguin recuperar uns ritmes de creixement potencials llastats pels successius xocs negatius d'oferta dels últims anys, mentre esperem els efectes positius de les inversions en transició energètica i l'esperat repunt en productivitat que pot propiciar la innovació d'última generació (IA, etc.).

La dada de l'ocupació del desembre als EUA (+216.000 llocs de treball creats, amb un total de 2,7 milions el 2023) o el manteniment del preu del petroli per sota dels 80 dòlars per barril en les primeres sessions de l'any reflecteixen que continuen vigents dos dels principals factors que expliquen la resiliència del cicle d'activitat en l'últim any, la solidesa dels mercats de treball i la contenció de les tensions en els preus de l'energia, en un context gens favorable, marcat per l'enduriment monetari acumulat en els dos últims anys i per l'augment de les tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà. En aquest sentit, l'inici de l'hivern a Europa està subjecte a molta menys incertesa, atesos els preus i els nivells de reserves de gas comparats amb els d'un any enrere, tot i que la tendència de feblesa en l'activitat es mantindrà en els propers mesos, segons es desprèn de l'atonia que continuen mostrant les expectatives dels agents econòmics, de la inèrcia negativa de les dades del sector industrial i del comerç al detall o dels efectes de la volta de rosca que cal esperar per part de la política fiscal.

No obstant això, és al front de la inflació on l'escenari continua estant més obert, malgrat les sorpreses positives de l'últim semestre. La dada del desembre a Europa es va alinear amb les previsions i anticipa alguna de les tendències que cal esperar a curt termini: moderació en els efectes base de l'energia, dinàmiques mixtes en la inflació dels aliments (millor comportament en elaborats que en no elaborats) i comportament divergent de les principals rúbriques de la subjacent, amb una normalització relativament ràpida dels béns industrials (no energètics) i més resistència a la baixa als serveis. Per tot plegat, i malgrat que els senyals que es deriven de les mesures del comportament del nucli tendencial dels preus a curt termini (*momentum*) són positius, continuen existint dubtes (i riscos) sobre les dinàmiques de preus que es desplegaran en els propers mesos. I, per tant, sobre el moment en què la inflació es tornarà a estabilitzar prop del 2%. En aquest sentit, semblen força coherents els missatges dels bancs centrals en les reunions del desembre, sense intentar, d'una banda, desinflar les expectatives de baixades dels tipus d'interès i remarcant, de l'altra, la dependència de les seves decisions de les dades que es vagin coneixent en els propers mesos. És en aquest context on afloren inconsistències entre les noves expectatives dels tipus d'interès que cotitzen els mercats i els escenaris d'aterratge suau, perquè sembla difícil que, sense un fort afebliment addicional de l'activitat, amb implicacions directes sobre la inflació, els bancs centrals hagin de tenir pressa per abaixar els tipus d'interès tan aviat com en el 1T de l'any. Sobretot, tenint en compte els efectes sobre el risc geopolític i el to de la política fiscal global que tindrà el desafiador calendari electoral que ens espera el 2024, començant per les eleccions a Taiwan el 13 de gener i acabant amb les presidencials nord-americanes el 5 de novembre. I ja sabem, després de l'experiència dels últims anys, que el risc polític pot alterar el comportament d'hipòtesis clau en els escenaris de previsió econòmica.

**José Ramón Díez**
Gener del 2024

# Cronologia

## DESEMBRE 2023

**13** La COP28 (conferència de les Nacions Unides sobre el canvi climàtic) acaba amb el compromís de transitar per deixar enrere els combustibles fòssils.
**20** El Consell Europeu aprova la reforma de les regles fiscals de la UE.

## OCTUBRE 2023

**7** Esclata un nou conflicte bèl·lic entre Hamàs i Israel.
**20** Grècia recupera el grau d'inversió després que S&P apugi el seu ràting sobirà a BBB–.

## AGOST 2023

**14** Les Nacions Unides assenyalen el mes de juliol del 2023 com el més calorós des que es tenen registres (174 anys).

## NOVEMBRE 2023

**10** El programa Copernicus de la UE informa que l'any 2023 ha registrat el període gener-octubre més calorós a nivell mundial, amb 1,43 °C per damunt de la mitjana del 1850-1900, i rècords en els mesos de juny, juliol, agost, setembre i octubre.

## SETEMBRE 2023

**14** El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%.

## JULIOL 2023

**26** La Fed apuja tipus en 25 p. b. i situa l'interval objectiu en el 5,25%-5,50%.
**27** El BCE apuja tipus en 25 p. b. i situa el *depo* en el 3,75% i el *refi* en el 4,25%.

# Agenda

## GENER 2024

**3** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
**5** Zona de l'euro: avanç de l'IPC (desembre).
**8** Portugal: ocupació i atur (novembre).
**9** Portugal: comerç internacional (novembre).
**10** Espanya: comptes financers (3T).
**17** Xina: PIB (4T).
**22** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (novembre).
**25** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
EUA: PIB (4T i 2023).
**26** Espanya: enquesta de població activa (4T).
**30** Espanya: avanç del PIB (4T).
Espanya: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: avanç del PIB (4T).
Zona de l'euro: PIB de la zona de l'euro (4T).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
**30-31** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**31** Portugal: avanç de l'IPC (gener).
Portugal: execució pressupostària (desembre).

## FEBRER 2024

**1** Portugal: producció industrial (desembre).
Zona de l'euro: avanç de l'IPC (gener).
**2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
**7** Portugal: ocupació i atur (4T).
**9** Portugal: xifra de negocis del sector serveis (desembre).
**12** Portugal: costos laborals (4T).
**15** Japó: PIB (4T).
**19** Espanya: comerç exterior (desembre).
**23** Espanya: crèdits, dipòsits i morositat (desembre).
**28** Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (gener).
**29** Espanya: avanç de l'IPC (febrer).
Espanya: balança de pagaments (desembre).
Portugal: desglossament del PIB (4T).

# 2024: de menys a més

El 2024 comença amb unes perspectives relativament favorables. És cert que diversos indicadors suggereixen que el ritme de creixement s'està desaccelerant als principals països desenvolupats i que, probablement, el to es mantindrà feble uns mesos més. Però tot fa pensar que els factors que frenen el ritme d'avanç s'aniran esvaint en els propers trimestres, i això hauria de donar pas a un dinamisme creixent de l'economia, tant a nivell global com també a l'economia espanyola. Rere aquest escenari, hi ha cinc hipòtesis clau que s'han de complir.

En primer lloc, el 2024, s'espera que el cicle inflacionista es pugui donar gairebé per tancat. La reducció de les pressions inflacionistes ja s'ha anat materialitzant en els últims mesos, i la contenció dels preus de l'energia i de les primeres matèries, juntament amb uns efectes de segona ronda limitats, permet un cert optimisme. Així, als EUA, s'espera que la inflació se situï al voltant del 2,0% cap a la meitat de l'any i que continuï reculant durant el segon semestre, fins a tancar el 2024 per sota de l'objectiu de la Fed. A la zona de l'euro, el patró podria ser similar, tot i que és probable que la moderació sigui una mica més lenta i que es tanqui l'any amb una taxa lleugerament superior al 2,0%.

La segona hipòtesi clau de l'escenari, i que està estretament relacionada amb la primera, és que les condicions financeres es relaxaran al llarg de l'any. Fins a la data, l'actuació de la Fed i del BCE, que, en tot moment, han recalcat la necessitat d'assegurar el control de la inflació, ha estat molt prudent. Però la millora de les perspectives en aquesta dimensió ja va propiciar, al final del 2023, una correcció notable en les expectatives de tipus d'interès cotitzades als mercats financers. En els propers mesos, a mesura que les taxes d'inflació es vagin acostant a l'objectiu del 2,0%, és d'esperar que els principals bancs centrals comencin a reduir els tipus d'interès de referència. Tot això alleujarà la pressió que pateixen moltes empreses i famílies i facilitarà que l'economia comenci a guanyar tracció en la segona meitat de l'any.

Un altre factor de suport perquè l'activitat resisteixi els efectes de l'ensopegada actual és la bona evolució del mercat laboral, el qual sol reaccionar amb un cert retard a l'evolució de l'activitat. Només quan es prolonga l'afebliment de l'economia, les empreses ajusten la plantilla. Això podria fer témer que la situació actual, si es mantingués, donés pas a una certa destrucció d'ocupació en els propers trimestres. No obstant això, si es mantenen les expectatives que la desacceleració econòmica serà moderada i transitòria i que la demanda aviat començarà a guanyar tracció, el mercat laboral es podria mantenir com un factor de suport. És poc probable que les empreses ajustin plantilles per a un període de temps breu, ateses les dificultats per trobar treballadors que es reporten a molts sectors.

Un dels principals riscos de l'escenari econòmic global procedeix de la Xina. La majoria de cases d'anàlisis, inclosa CaixaBank Research, assumeixen que el profund ajust que està experimentant el seu sector immobiliari, amb caigudes en el volum de compravendes que superen el 40%, succeirà sense que la resta de sectors es vegin excessivament afectats. Fins a la data, les mesures adoptades per l'Executiu xinès han estat efectives, i el conjunt de l'economia ha continuat creixent a bon ritme. S'espera que aquest escenari es mantingui durant l'any, però el repte que queda per davant és important, i qualsevol ensurt podria tenir repercussions a nivell global.

Finalment, el principal interrogant perquè es compleixi l'escenari econòmic global procedeix de la geopolítica. En general, s'assumeix que els conflictes actius, com la guerra a Ucraïna i entre Israel i Hamàs, no aniran a més. Això és de summa importància, no solament pel drama humà que generen, sinó també per les repercussions que poden tenir en l'economia global, perquè pressionin el preu de les primeres matèries o dificultin les principals rutes comercials.

Com és habitual en els últims anys, la incertesa que envolta l'escenari de previsions és molt elevada, però les hipòtesis de treball que avui dia semblen més raonables permeten ser cautelosament optimistes. Malgrat que l'any comença amb diversos indicadors apuntant cap a una moderació en el ritme de creixement, el 2024 hauria d'anar de menys a més.

**Oriol Aspachs**

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

## *Mercats financers*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TIPUS D'INTERÈS** | | | | | | | |
| **Dòlar** | | | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 3,43 | 0,77 | 0,25 | 4,50 | 5,50 | 4,25 | 2,50 |
| SOFR 3 mesos | 3,62 | 0,99 | 0,21 | 4,74 | 5,37 | 3,85 | 2,40 |
| SOFR 12 mesos | 3,86 | 1,42 | 0,52 | 5,48 | 4,95 | 3,15 | 2,80 |
| Deute públic 2 anys | 3,70 | 0,99 | 0,66 | 4,30 | 4,46 | 2,80 | 2,50 |
| Deute públic 10 anys | 4,69 | 2,44 | 1,46 | 3,62 | 4,01 | 3,10 | 3,00 |
| **Euro** | | | | | | | |
| Depo BCE | 2,05 | 0,15 | –0,50 | 1,77 | 4,00 | 3,50 | 2,50 |
| Refi BCE | 3,05 | 0,69 | 0,00 | 2,27 | 4,50 | 4,00 | 3,00 |
| €STR | – | –0,55 | –0,58 | 1,57 | 3,90 | 3,45 | 2,55 |
| Euríbor 1 mes | 3,18 | 0,42 | –0,60 | 1,72 | 3,86 | 3,19 | 2,48 |
| Euríbor 3 mesos | 3,24 | 0,57 | –0,58 | 2,06 | 3,94 | 2,94 | 2,40 |
| Euríbor 6 mesos | 3,29 | 0,70 | –0,55 | 2,56 | 3,93 | 3,00 | 2,43 |
| Euríbor 12 mesos | 3,40 | 0,86 | –0,50 | 3,02 | 3,68 | 3,06 | 2,45 |
| **Alemanya** | | | | | | | |
| Deute públic 2 anys | 3,41 | 0,27 | –0,69 | 2,37 | 2,55 | 2,50 | 2,25 |
| Deute públic 10 anys | 4,30 | 1,38 | –0,31 | 2,13 | 2,11 | 2,60 | 2,50 |
| **Espanya** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,62 | 1,53 | –0,45 | 2,66 | 2,77 | 2,82 | 2,67 |
| Deute públic 5 anys | 3,91 | 2,01 | –0,25 | 2,73 | 2,75 | 2,99 | 2,83 |
| Deute públic 10 anys | 4,42 | 2,96 | 0,42 | 3,18 | 3,09 | 3,60 | 3,30 |
| Prima de risc | 11 | 158 | 73 | 105 | 98 | 100 | 80 |
| **Portugal** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,68 | 3,05 | –0,64 | 2,45 | 2,33 | 3,04 | 2,93 |
| Deute públic 5 anys | 3,96 | 3,63 | –0,35 | 2,53 | 2,42 | 3,14 | 3,03 |
| Deute públic 10 anys | 4,49 | 4,35 | 0,34 | 3,10 | 2,74 | 3,45 | 3,30 |
| Prima de risc | 19 | 297 | 65 | 97 | 63 | 85 | 80 |
| **TIPUS DE CANVI** | | | | | | | |
| EUR/USD (dòlars per euro) | 1,13 | 1,26 | 1,13 | 1,06 | 1,09 | 1,12 | 1,15 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,66 | 0,84 | 0,85 | 0,87 | 0,86 | 0,89 | 0,90 |
| **PETROLI** | | | | | | | |
| Brent ($/barril) | 42,3 | 77,3 | 74,8 | 81,3 | 77,4 | 79,0 | 73,0 |
| Brent (euros/barril) | 36,4 | 60,6 | 66,2 | 76,8 | 71,0 | 70,5 | 63,5 |

Previsions

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

## *Economia internacional*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CREIXEMENT DEL PIB** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,5 | 2,9 | 6,3 | 3,5 | 2,8 | 2,9 | 3,1 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,7* | *1,0* | *5,6* | *2,6* | *1,4* | *1,1* | *1,7* |
| Estats Units | 2,7 | 1,5 | 5,8 | 1,9 | 2,0 | 0,8 | 1,7 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 0,3 | 5,6 | 3,4 | 0,5 | 0,7 | 1,6 |
| Alemanya | 1,6 | 0,8 | 3,1 | 1,9 | –0,4 | 0,3 | 1,4 |
| França | 2,2 | 0,3 | 6,4 | 2,5 | 0,8 | 0,7 | 1,4 |
| Itàlia | 1,5 | –1,0 | 7,0 | 3,8 | 0,7 | 0,6 | 1,7 |
| Portugal | 1,5 | –0,2 | 5,7 | 6,8 | 2,4 | 1,8 | 2,4 |
| Espanya | 3,7 | –0,3 | 6,4 | 5,8 | 2,4 | 1,4 | 2,0 |
| Japó | 1,4 | 0,1 | 2,3 | 1,1 | 1,3 | 1,1 | 1,1 |
| Regne Unit | 2,7 | 0,3 | 8,7 | 2,5 | 0,6 | 0,5 | 0,0 |
| ***Països emergents i en desenvolupament*** | *6,5* | *4,4* | *6,9* | *4,1* | *3,9* | *4,2* | *4,1* |
| Xina | 10,6 | 7,5 | 8,5 | 3,0 | 5,2 | 4,6 | 4,4 |
| Índia | 7,2 | 5,7 | 9,0 | 7,3 | 6,0 | 6,7 | 5,5 |
| Brasil | 3,6 | 1,2 | 5,0 | 2,9 | 3,0 | 1,8 | 1,8 |
| Mèxic | 2,3 | 0,7 | 5,7 | 4,0 | 3,2 | 2,1 | 2,1 |
| Rússia | – | 1,0 | 5,6 | –2,1 | 2,7 | 1,5 | 1,3 |
| Turquia | 5,5 | 4,3 | 11,4 | 5,5 | 4,3 | 2,6 | 3,5 |
| Polònia | 4,2 | 3,2 | 6,9 | 5,5 | 0,3 | 2,6 | 3,2 |
| **INFLACIÓ** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,2 | 3,7 | 4,7 | 8,7 | 6,9 | 5,2 | 4,0 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,1* | *1,5* | *3,1* | *7,3* | *4,6* | *2,6* | *1,9* |
| Estats Units | 2,8 | 1,7 | 4,7 | 8,0 | 4,2 | 2,4 | 1,7 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 1,3 | 2,6 | 8,4 | 5,4 | 3,1 | 2,1 |
| Alemanya | 1,7 | 1,4 | 3,2 | 8,7 | 6,0 | 3,3 | 2,2 |
| França | 1,9 | 1,3 | 2,1 | 5,9 | 5,7 | 2,9 | 2,0 |
| Itàlia | 2,4 | 1,3 | 1,9 | 8,7 | 5,9 | 2,9 | 2,0 |
| Portugal | 3,1 | 1,0 | 1,3 | 7,8 | 4,3 | 2,4 | 2,1 |
| Espanya | 3,2 | 1,2 | 3,1 | 8,4 | 3,5 | 3,6 | 2,2 |
| Japó | –0,3 | 0,4 | –0,2 | 2,5 | 2,5 | 1,5 | 1,5 |
| Regne Unit | 1,6 | 2,2 | 2,6 | 9,1 | 7,5 | 3,6 | 2,3 |
| ***Països emergents i en desenvolupament*** | *6,7* | *5,5* | *5,9* | *9,8* | *8,5* | *7,1* | *5,4* |
| Xina | 1,7 | 2,6 | 0,9 | 2,0 | 0,7 | 2,0 | 1,6 |
| Índia | 4,5 | 7,3 | 5,1 | 6,7 | 5,3 | 5,0 | 4,5 |
| Brasil | 7,3 | 5,5 | 8,3 | 9,3 | 4,8 | 4,3 | 3,7 |
| Mèxic | 5,2 | 4,1 | 5,7 | 7,9 | 5,6 | 4,5 | 3,9 |
| Rússia | 14,2 | 7,5 | 6,7 | 13,8 | 5,8 | 5,4 | 4,5 |
| Turquia | 22,6 | 9,8 | 19,6 | 72,3 | 53,9 | 52,6 | 29,0 |
| Polònia | 3,2 | 2,0 | 7,3 | 15,9 | 7,3 | 4,2 | 3,1 |

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 2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 3,6 | –0,9 | 7,2 | 4,8 | 2,2 | 1,9 | 2,2 |
| Consum de les AP | 5,0 | 1,3 | 3,4 | –0,2 | 2,6 | 1,4 | 1,2 |
| Formació bruta de capital fix | 5,6 | –2,0 | 2,8 | 2,4 | 1,9 | 2,5 | 3,0 |
| Béns d'equipament | 4,9 | –0,8 | 4,4 | 1,9 | –0,1 | 3,7 | 3,1 |
| Construcció | 5,7 | –3,4 | 0,4 | 2,6 | 3,1 | 1,5 | 3,0 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Exportació de béns i serveis | 4,7 | 1,1 | 13,5 | 15,2 | 0,6 | –1,6 | 1,8 |
| Importació de béns i serveis | 7,0 | –1,0 | 14,9 | 7,0 | –0,7 | –0,7 | 2,4 |
| **Producte interior brut** | **3,7** | **–0,3** | **6,4** | **5,8** | **2,4** | **1,4** | **2,0** |
| | | | | | | | |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 3,2 | –0,9 | 6,6 | 3,8 | 2,2 | 1,4 | 1,6 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 10,5 | 19,2 | 14,8 | 12,9 | 12,1 | 11,8 | 11,4 |
| Índex de preus de consum | 3,2 | 1,2 | 3,1 | 8,4 | 3,5 | 3,6 | 2,2 |
| Costos laborals unitaris | 3,0 | 1,1 | 0,3 | 0,4 | 3,9 | 3,1 | 2,6 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –5,9 | –0,2 | 0,8 | 0,6 | 1,8 | 1,7 | 1,9 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –5,2 | 0,2 | 1,9 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 2,4 |
| Saldo públic (% PIB) [1] | 0,3 | –6,8 | –6,8 | –4,7 | –4,2 | –3,6 | –3,0 |

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

Previsions

## *Economia portuguesa*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 1,7 | –0,1 | 4,7 | 5,6 | 0,9 | 0,7 | 1,8 |
| Consum de les AP | 2,3 | –0,2 | 4,5 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 1,0 |
| Formació bruta de capital fix | –0,4 | –0,8 | 8,1 | 3,0 | 1,3 | 5,0 | 6,4 |
| Béns d'equipament | 3,2 | 2,0 | 15,3 | 5,5 | – | – | – |
| Construcció | –1,5 | –2,3 | 7,4 | 1,3 | – | – | – |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 1,3 | –0,4 | 6,0 | 4,7 | 0,7 | 1,6 | 2,5 |
| Exportació de béns i serveis | 5,3 | 2,2 | 12,3 | 17,4 | 5,5 | 2,7 | 4,5 |
| Importació de béns i serveis | 3,6 | 1,5 | 12,3 | 11,1 | 1,6 | 2,5 | 4,8 |
| **Producte interior brut** | **1,5** | **–0,2** | **5,7** | **6,8** | **2,4** | **1,8** | **2,4** |
| | | | | | | | |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 0,4 | –0,6 | 2,7 | 2,0 | 1,1 | 0,4 | 0,3 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 6,1 | 11,0 | 6,6 | 6,0 | 6,6 | 6,5 | 6,3 |
| Índex de preus de consum | 3,1 | 1,0 | 1,3 | 7,8 | 4,3 | 2,4 | 2,1 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –9,2 | –2,7 | –0,8 | –1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,6 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –7,7 | –1,5 | 1,0 | –0,4 | 2,3 | 2,6 | 3,0 |
| Saldo públic (% PIB) | –4,6 | –5,1 | –2,9 | –0,3 | 0,7 | 0,4 | 0,6 |

Previsions

# 2023: un any de guanys generalitzats en renda fixa i en renda variable

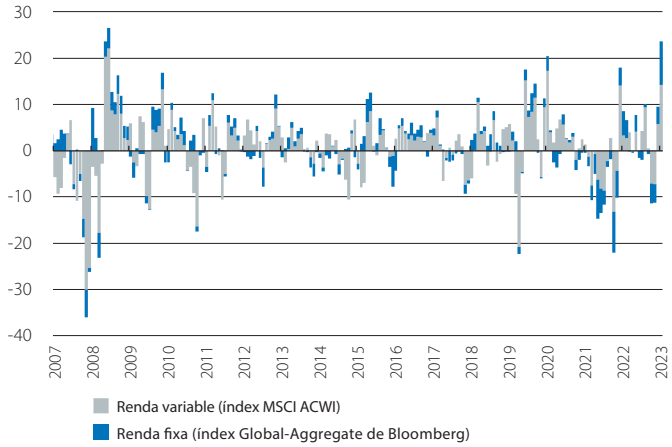
**Els inversors mantenen una forta apetència pel risc al desembre.** L'intens moviment de mercat iniciat al final d'octubre, quan els inversors van passar d'esperar uns tipus d'interès elevats per més temps a creure possible que baixin ja el 2024, es va prolongar al desembre. Això sí, va semblar que l'impuls s'esvaïa cap al final del mes, amb els inversors tancant posicions de forma generalitzada per evitar entelar els bons registres anuals i per afrontar amb tranquil·litat l'aturada nadalenca, de manera que, en els dues últimes setmanes del 2023, el mercat va mantenir un volum baix de negociació i es va mostrar força pla. El 2023 acaba, així, amb guanys a la majoria de les borses mundials, amb l'índex global MSCI ACWI avançant el 20% i amb els índexs xinesos com a principal –i gairebé única– nota negativa. Pel que fa a la renda fixa, els índexs globals de bons agregats (que comptabilitzen tant els bons sobirans com els corporatius) també van tancar l'any amb guanys, amb l'índex Bloomberg Global-Aggregate de bons avançant prop del 6%, gràcies al fort impuls del final de l'any. Aquest índex va registrar, al desembre, el seu major avanç bimensual des del 1990 (superior al 9%), i l'evolució d'aquests dos últims mesos ha fet que l'any fos molt positiu per a les dues principals classes d'actius.

**Els bancs centrals busquen contenir les expectatives de baixades de tipus del mercat.** La Fed i el BCE van mostrar una divergència clara en les reunions del desembre: d'una banda, la Fed va anunciar el final del cicle de pujades de tipus i va mostrar, en el seu *dot-plot*, una expectativa del votant mitjà del FOMC de tres baixades de tipus el 2024 (és a dir, 75 p. b.); de l'altra, al BCE, Lagarde va ser menys explícita i va dir que, ara com ara, el BCE no ha discutit baixades de tipus. Malgrat aquesta divergència, després de les respectives reunions, les declaracions de diferents responsables de política monetària dels dos bancs centrals es van concentrar a controlar les expectatives inversores de baixades de tipus, que acumulaven un ajust notable (fins a 120 p. b. de caiguda entre el 31 d'octubre i el 31 de desembre en els *forwards* sobre l'*effective fed funds rate* per als 12 propers mesos). Així i tot, al final de l'any, els futurs del mercat monetari descomptaven la primera retallada de tipus als EUA al març i, a la zona de l'euro, a l'abril, i s'esperen entre cinc i sis baixades de tipus (és a dir, entre 125 i 150 p. b.) el 2024 a les dues geografies.

**Forta caiguda en la rendibilitat del deute sobirà, atenuada cap al final del mes.** Com a la resta dels racons del mercat, els tipus sobirans també van relaxar cap a final de desembre la forta tendència a la baixa del novembre, a mesura que els inversors reavaluaven les expectatives de tipus d'interès més baixos el 2024, tenint en compte la forta correcció en preus i la resiliència de l'economia nord-americana. Malgrat tot, els moviments del desembre en deute públic van continuar sent d'entitat, amb les referències a 10 anys a les dues bandes de l'Atlàntic cedint entre 40 i 50 p. b. al desembre. Això va comportar que els *treasuries* nord-americans tanquessin l'any plans, mentre que, per a les referències europees, les caigudes en rendibilitat de l'any sí que

### *Guanys bimensuals en renda fixa i en renda variable global*

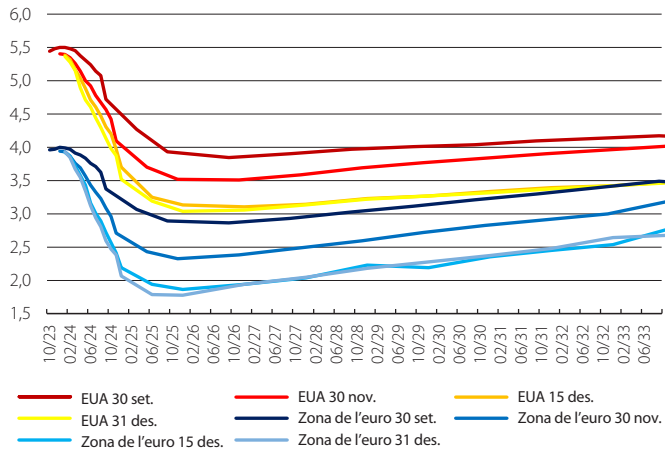
*(%)*




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

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

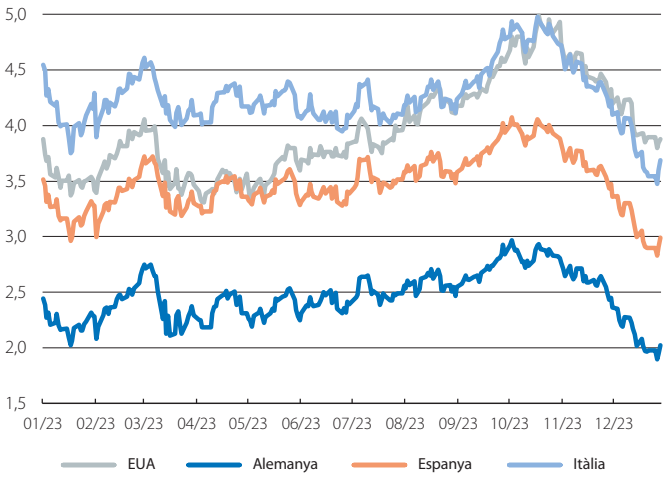
*(%)*




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

### *Rendibilitat del deute sobirà a 10 anys*

*(%)*




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

van ser intenses. Això, unit a la intensa reducció dels diferencials, va permetre que les referències de la perifèria de la zona de l'euro a 10 anys acabessin l'any entre 70 i 100 p. b. per sota del nivell de tancament del 2022.

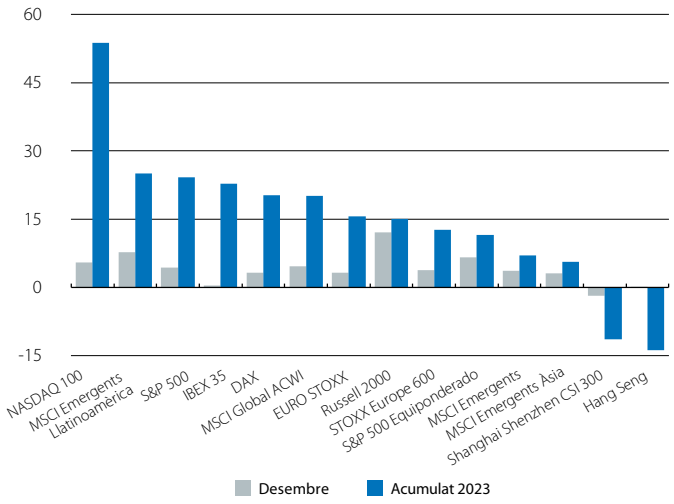
**El *rally* borsari del novembre encara es fa sentir al desembre.** També a la borsa el fort *rally* inversor del novembre va anar perdent embranzida cap a la meitat del mes, en particular a les places europees. Malgrat això, el mes de desembre va tancar amb guanys generalitzats dels principals índexs, amb la principal excepció, un mes més, dels índexs xinesos. En positiu, van destacar, en especial, els índexs nord-americans, en particular el Nasdaq i el Russell 2000. El dinamisme de l'economia nord-americana i les expectatives de tipus d'interès més baixos van afavorir, al llarg del mes, tant les companyies tecnològiques com les més petites, que havien acumulat un any de mal funcionament en relació amb els gegants tecnològics. El funcionament excepcional d'aquestes companyies va fer que, el 2023, any de l'eclosió de la intel·ligència artificial, el major avanç entre els grans índexs internacionals el registrés el Nasdaq, després d'un 2022 de fortes caigudes. L'any acaba, així, amb guanys generalitzats als principals índexs borsaris, tant dels mercats desenvolupats com dels emergents, mentre que, en negatiu, destaquen les accions xineses, amb els índexs CSI 300 de Xangai i el Hang Seng de Hong Kong perdent més del 10% cadascun.

**Les expectatives de tipus més baixos per a la Fed llasten el dòlar al final de l'any.** Si les expectatives de tipus i els correlatius diferencials entre economies han estat les principals directrius del mercat de divises al llarg de l'any, el desembre no va ser una excepció. Així, el dòlar va acabar l'any amb una lleugera depreciació en el seu tipus efectiu nominal (una mica més del 2%), però va desfer, des de mitjan novembre, una gran part de la forta apreciació que va acumular a l'estiu (superior al 7%). Això comporta per a l'euro tancar l'any amb una apreciació superior al 3%, tant enfront del dòlar com en el seu tipus efectiu nominal. D'altra banda, va destacar la forta apreciació del ien al desembre, concentrada en les primeres setmanes i prèvia a una reunió del Banc del Japó més *dovish* del que esperaven uns inversors que continuen descomptant pujades ràpides de tipus. La divisa japonesa va acabar el desembre amb una apreciació de gairebé el 5% enfront del dòlar i va corregir parcialment la forta depreciació **(pròxima al 8%) acumulada durant l'any.**

**Els preus energètics tanquen l'any amb pèrdues.** El preu del barril de Brent de referència a Europa va estendre al desembre les seves caigudes, la qual cosa va comportar que tanqués el 2023 el 10% per sota del nivell de l'inici de l'any (gairebé 10 dòlars menys per barril). Malgrat l'esclat del conflicte al Pròxim Orient, que, al desembre, va empitjorar amb els atacs a vaixells al Mar Roig, o les retallades de producció per part de membres de l'OPEP, els preus del petroli es van veure llastats per una demanda global desaccelerant-se i per l'augment de producció fora de l'OPEP i, molt en particular, als EUA (on, al desembre, es va arribar a un rècord de 13,3 milions de barrils diaris). D'altra banda, el preu de referència del gas europeu, malgrat trobar-se encara per damunt dels nivells anteriors a la pandèmia, dista ja dels màxims observats el 2022 i acaba l'any cedint més del 50%, gràcies a un elevat nivell de reserves i a una menor demanda en una tardor més temperada de l'habitual.

### *Funcionament dels principals índexs borsaris*

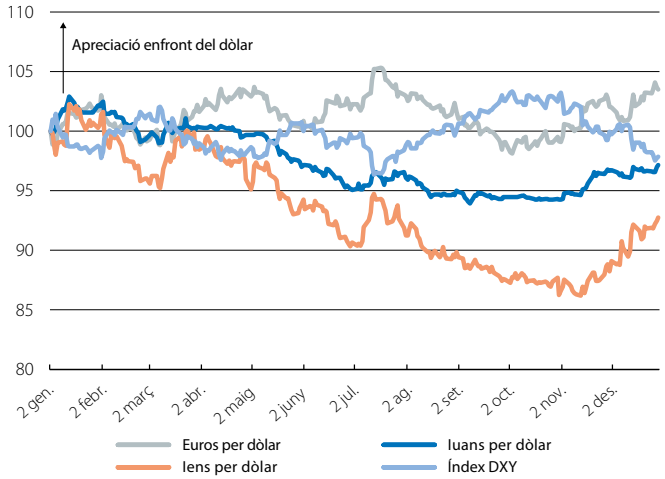
*(%)*




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

### *Evolució de divises seleccionades enfront del dòlar*

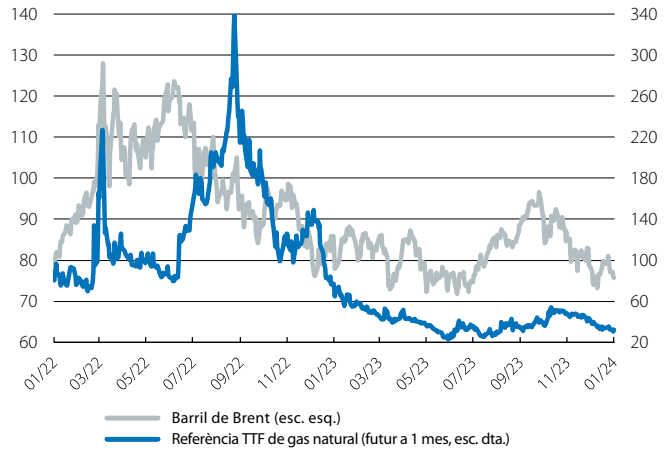
*Índex (100 = 1 gener 2023)*




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

### *Gas i petroli: evolució del preu de l'energia*

*($/barril)* *(€/MWh)*




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

# La política monetària i el funcionament borsari als EUA

Atès que les principals economies desenvolupades han assolit el pic d'un cicle de política monetària restrictiva, ens preguntem com ho ha digerit la borsa nord-americana.

**Com es relacionen els tipus d'interès i les borses?**

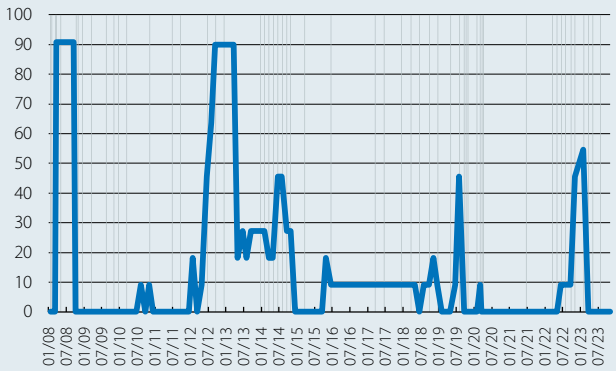
En els últims anys, les principals economies avançades han passat d'un llarg període de política monetària acomodatícia a un fort enduriment monetari, provocat per la necessitat de reduir la inflació. Aquests canvis en la política monetària, més enllà del desitjat efecte sobre l'economia real, comporten un impacte sobre la resta dels actius financers, el qual, de fet, arriba molt més ràpidament que els efectes sobre l'economia real. En el cas dels mercats de renda fixa, hi ha un nexe directe amb la política monetària: els tipus d'interès i els preus dels bons tenen una relació inversa, de manera que, quan els tipus pugen (o baixen), els preus cauen (o pugen).

Als mercats de renda variable, la connexió no és ni tan directa ni tan òbvia. D'una banda, els tipus parlen del context macroeconòmic: uns tipus elevats s'associen a una economia amb inflació i/o a un fort creixement de l'activitat, mentre que uns tipus baixos tendeixen a reflectir una activitat feble i/o una inflació baixa. A més a més, els tipus són clau en la valoració d'una empresa, perquè el valor present d'una acció es calcula com el flux dels futurs guanys esperats, descomptats per la taxa d'interès, de manera que, si canvien els tipus, canvia el valor present reflectit en el preu de l'acció. Addicionalment, els tipus d'interès determinen el cost de finançament i, per tant, impacten directament sobre la rendibilitat d'una empresa. A això podem afegir que, eventualment, els tipus afecten la demanda (per part d'una empresa, d'un intermediari o d'una família) i, per tant, les vendes. Així, l'efecte dels tipus és diferent en funció dels sectors d'activitat de les empreses i del context macroeconòmic en general.

**Qui és sensible a la política monetària i qui no?**

Tradicionalment, als mercats financers, es parla de sectors cíclics i defensius per referir-se als que són més o menys sensibles al cicle econòmic. Però els cicles econòmics poden tenir naturaleses molt diferents, i, per tant, el paper de la política monetària en cada cicle i la seva relació amb la borsa poden variar. Per respondre la nostra pregunta amb més precisió, centrem l'anàlisi en la sensibilitat dels diferents sectors que conformen l'S&P 500 a les sorpreses en la política monetària.[1] Durant els períodes estudiats, els sectors que es mostren sensibles als canvis en la política monetària de manera més recurrent són 6 dels 11 que componen l'S&P 500 i que, junts, representen el 65% de l'índex: tecnologia, consum discrecional i no discrecional, financer, *utilities* i immobiliari. Aquesta sensibilitat no és constant en el temps. És a dir, aquests sectors no sempre es mostren sensibles a les sorpreses en la política monetària i no sempre ho fan amb la mateixa intensitat (vegeu el primer gràfic).

***S&P 500: proporció sectorial de l'índex sensible a les sorpreses de política monetària***
*(%)*




***Nota:*** *Les barres grises indiquen les reunions de la Fed en què es va anunciar un canvi de tipus.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal.*

Dels sis, el sector financer es mostra sensible positivament. És a dir, la seva resposta tendeix a anar en la mateixa direcció que les sorpreses en la política monetària.[2] Els altres cinc sectors es mostren, en canvi, sensibles negativament. És a dir, la seva resposta tendeix a moure's en direcció contrària als tipus. El tecnològic és un sector de creixement en què la valoració depèn, en gran part, d'estimacions sobre els fluxos dels beneficis futurs, descomptats degudament amb les taxes d'interès actuals: com més alta (o baixa) sigui la taxa de descompte, menor (o major) serà la valoració. Per la seva banda, la sensibilitat dels sectors de consum es pot entendre per la seva dependència de la capacitat de compra del consumidor i, per tant, de les vendes empresarials. De la mateixa manera, l'activitat del sector immobiliari és sensible al preu de les hipoteques i, per tant, als tipus d'interès. Finalment, les *utilities* són conegudes per ser empreses madures que ofereixen estabilitat de pagaments de dividends, motiu pel qual, al món de la renda variable, se les compara amb els bons (d'on hereten la seva sensibilitat «negativa» als tipus d'interès).

1. Estimem la relació de la variació de preu $(P_t^i - P_{t-1}^i)$ de cada subíndex de l'S&P 500 (11 sectors) amb la variació de la rendibilitat del *treasury* a 2 anys $(Y_t - Y_{t-1})$, utilitzat com a *proxy* de les sorpreses en la política monetària, en una mostra que només inclou els dies en què s'anuncia el resultat d'una reunió de la Fed. L'anàlisi es realitza en finestres mòbils de 24 mesos, que inclouen, cadascuna, 16 reunions de la Fed des del 2000 fins al 2023. Així, la sensibilitat ve donada per l'estimació de $\beta$ en la regressió $(P_t^i - P_{t-1}^i) = \alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \varepsilon_t$. Identifiquem un sector com a «sensible» a la política monetària si $\beta$ és significativa al 95%.

2. Una sorpresa positiva implicaria un increment en el tipus d'interès sobirà a 2 anys, i caldria esperar que reflectís una decisió de la Fed més *hawkish* del que s'esperava.

**Què va passar durant els dos anys d'enduriment monetari?**

Durant el 2022, quan la Reserva Federal va començar a apujar els tipus d'interès, l'S&P 500 va viure el seu pitjor any des del 2008, i tots els sectors sensibles (en negatiu o en positiu) i no sensibles van mostrar pèrdues significatives, que van assolir el –30% en el cas de les companyies tecnològiques i el –38% en el cas de les companyies de consum discrecional. Així i tot, el conjunt de sectors negativament sensibles es va comportar relativament pitjor, mentre que els positivament sensibles van presentar caigudes molt inferiors (vegeu el segon gràfic). Pel que fa al millor funcionament dels no sensibles, és degut, íntegrament, al sector energètic, esperonat pels elevats preus de les primeres matèries energètiques (petroli i gas).

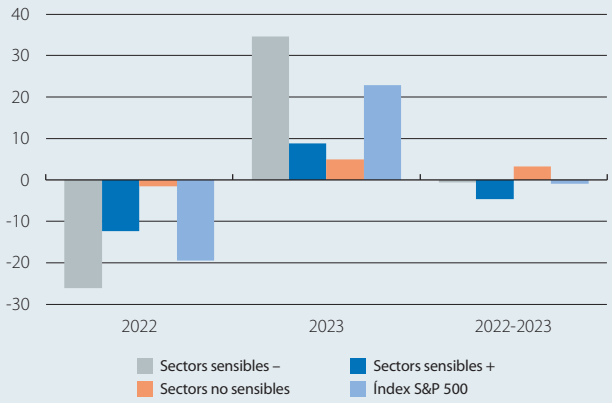
El 2023, però, no es va repetir el mateix patró. El funcionament dels sectors *utilities* i immobiliari va continuar llastat per un entorn de tipus elevats, i, en canvi, les empreses tecnològiques i de consum discrecional van mostrar grans avanços.[3] Això suggereix que, el 2023, va haver-hi altres dinàmiques que van contrarestar el llast dels tipus d'interès. D'una banda, les vendes d'aquests sectors van tenir un bon comportament, malgrat enfrontar-se a tipus elevats. De fet, van ser dels sectors amb un major creixement de beneficis en l'acumulat del 2023 fins al 3T i, a més a més, van superar les expectatives.[4] La segona raó és que aquests dos sectors, juntament amb el de comunicacions, contenen les set companyies de major capitalització dels EUA, anomenades, col·loquialment, les «set magnífiques», que van tenir un any reeixit en el creixement dels seus beneficis. En conjunt, aquestes empreses (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla) representen el 30% de l'S&P 500 i, amb el funcionament tan positiu que han tingut al llarg de l'any, han arrossegat de manera significativa la resta del mercat (vegeu el tercer gràfic).

Pel que fa als altres sectors, el financer (sensible en positiu) es va ressentir de la crisi del Silicon Valley Bank al començament de l'any.[5] Els no sensibles van mostrar resultats mixtos i van reflectir, principalment, els seus resultats empresarials des de l'inici de l'any. En balanç, l'impacte dels canvis recents en la política monetària sobre la borsa ha estat mixt. En un principi, l'enduriment de la política monetària va ser la narrativa dominant, però, més endavant, una confluència de factors, que inclouen l'alta concentració de l'índex en un grapat d'accions i els resultats positius en un entorn macroeconòmic millor del que s'havia esperat, va sospesar l'impacte més directe dels tipus d'interès elevats.

*Isabela Lara White*

### *S&P 500: grups de sensibilitat*

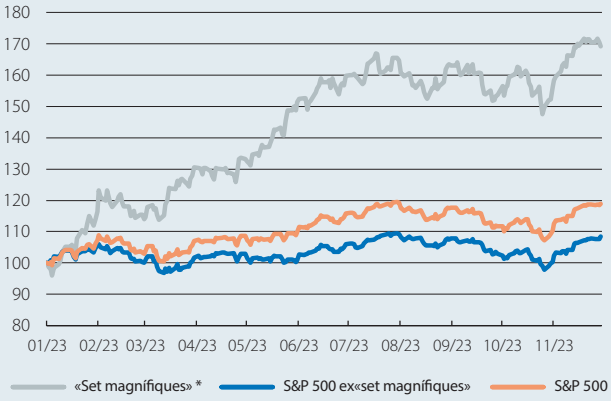
*Variació acumulada durant l'any (%)*




***Nota:*** *La sensibilitat s'identifica en funció del que s'ha descrit a la nota 1 de l'article.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg (dades a 15 de desembre del 2023).*

### *S&P 500: evolució dels índexs seleccionats*

*Índex (100 = 1 de gener del 2023 )*




***Nota:*** ** Les «set magnífiques» són: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

3. Quan, al novembre, els mercats van assumir el final del cicle alcista de tipus i van canviar les expectatives cap a les retallades de tipus el 2024, els sectors *utilities* i immobiliari van reaccionar de nou de manera sensible negativa als esperats tipus més baixos i van registrar guanys en l'últim tram de l'any, al mateix temps que les tecnològiques i de consum ampliaven el seu avanç positiu.
4. L'S&P 500 va acumular el 24% durant l'any, mentre que el seu PER va pujar el 15%, la qual cosa indicaria que el 65% de la seva revaloració és per múltiples i el 35%, per creixement de beneficis.
5. El sector financer va caure el 16% des del pic del febrer al mínim de l'any al març. Des d'aquest mínim, ja ha esborrat les pèrdues i ha tancat l'any en el 10%.

## *Tipus d'interès (%)*

| | 31-desembre | 30-novembre | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2023 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Zona de l'euro** | | | | | |
| Refi BCE | 4,50 | 4,50 | 0 | 200,0 | 200,0 |
| Euríbor 3 mesos | 3,91 | 3,96 | –6 | 177,7 | 177,7 |
| Euríbor 12 mesos | 3,51 | 3,93 | –41 | 22,2 | 22,2 |
| Deute públic a 1 any (Alemanya) | 3,26 | 3,43 | –17 | 66,2 | 66,2 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | 2,40 | 2,82 | –41 | –36,0 | –36,0 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 2,02 | 2,45 | –42 | –54,7 | –54,7 |
| Deute públic a 10 anys (Espanya) | 2,99 | 3,47 | –48 | –67,0 | –67,0 |
| Deute públic a 10 anys (Portugal) | 2,66 | 3,14 | –48 | –93,0 | –93,0 |
| **EUA** | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 5,50 | 5,50 | 0 | 100,0 | 100,0 |
| SOFR 3 mesos | 5,33 | 5,37 | –4 | 74,4 | 74,4 |
| Deute públic a 1 any | 4,76 | 5,12 | –36 | 7,5 | 7,5 |
| Deute públic a 2 anys | 4,25 | 4,68 | –43 | –17,6 | –17,6 |
| Deute públic a 10 anys | 3,88 | 4,33 | –45 | 0,4 | 0,4 |

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

| | 31-desembre | 30-novembre | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2023 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| Itraxx Corporatiu | 59 | 68 | –9 | –32,0 | –32,0 |
| Itraxx Financer Sènior | 67 | 78 | –11 | –32,3 | –32,3 |
| Itraxx Financer Subordinat | 123 | 142 | –20 | –49,4 | –49,4 |

## *Tipus de canvi*

| | 31-desembre | 30-novembre | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2023 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| EUR/USD (dòlars per euro) | 1,104 | 1,089 | 1,4 | 3,1 | 3,1 |
| EUR/JPY (iens per euro) | 155,720 | 161,370 | –3,5 | 10,9 | 10,9 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,867 | 0,863 | 0,5 | –2,1 | –2,1 |
| USD/JPY (iens per dòlar) | 141,040 | 148,200 | –4,8 | 7,6 | 7,6 |

## *Primeres matèries*

| | 31-desembre | 30-novembre | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2023 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Índex CRB de primeres matèries | 510,3 | 529,9 | –3,7 | –8,0 | –8,0 |
| Brent ($/barril) | 77,0 | 82,8 | –7,0 | –10,3 | –10,3 |
| Or ($/unça) | 2.063,0 | 2.036,4 | 1,3 | 13,1 | 13,1 |

## *Renda variable*

| | 31-desembre | 30-novembre | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2023 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 (EUA) | 4.769,8 | 4.567,8 | 4,4 | 24,2 | 24,2 |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | 4.521,4 | 4.382,5 | 3,2 | 19,2 | 19,2 |
| Ibex 35 (Espanya) | 10.102,1 | 10.058,2 | 0,4 | 22,8 | 22,8 |
| PSI 20 (Portugal) | 6.396,5 | 6.474,6 | –1,2 | 11,7 | 11,7 |
| Nikkei 225 (Japó) | 33.464,2 | 33.486,9 | –0,1 | 28,2 | 28,2 |
| MSCI emergents | 1.023,7 | 987,1 | 3,7 | 7,0 | 7,0 |

# Millor 2023 i pitjor 2024 per a l'economia internacional?

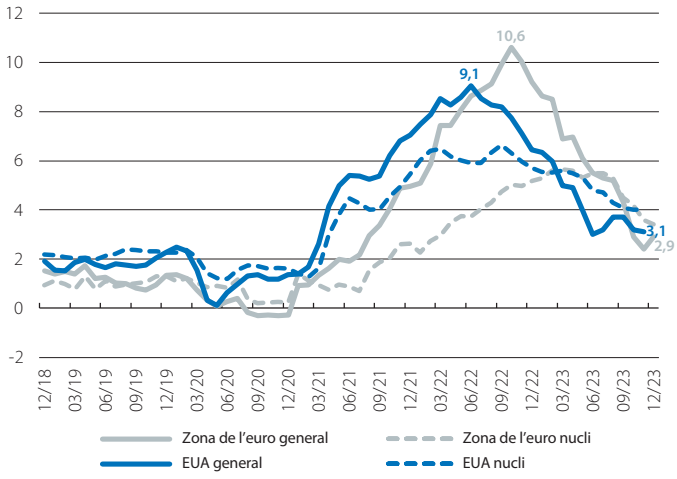
**Fa un any, parlàvem d'estagflació**. I, ara, de normalització? Després d'un 2023 en què el creixement ha estat dispar entre les principals economies, les dades del 4T reflecteixen un refredament generalitzat entre les majors economies i apunten a un aterratge de l'economia global en els propers mesos. D'altra banda, en els últims mesos, la desinflació ha sorprès en positiu. Si, al final del 2022, la inflació general se situava en el 9,2% a la zona de l'euro i en el 6,4% als EUA, la situació al final del 2023 és molt diferent. A la zona de l'euro, la inflació general es va situar en el 2,9% al desembre, ajudada per efectes base de l'energia, però amb els components nucli també en desacceleració. Als EUA, la inflació general va registrar el 3,2% al novembre. Els propers mesos seran clau per revelar fins quin punt serà fàcil el camí final fins a l'objectiu d'inflació del 2% i fins a quin punt serà difícil el famós aterratge de les economies avançades. Anticipant-se a aquests interrogants, en els últims mesos, els mercats han llegit les dades d'activitat i d'inflació del 4T 2023 com un senyal d'un aterratge suau, la qual cosa ha empès els inversors a avançar a la primavera la data esperada per a les primeres retallades de tipus de la Fed i del BCE.

**La UE comença el 2024 amb les reserves de gas plenes, amb uns preus de l'energia moderats... i amb l'acord per a un nou marc fiscal**. Fa un any, la crisi energètica es plantejava com un dels principals determinants de l'escenari, i, en aquells moments, els contractes de futurs apuntaven a preus del gas pròxims o per damunt dels 100 €/MWh de manera persistent. No obstant això, els preus es van moderar cap als 40-50 €/MWh de forma relativament ràpida, de manera que, malgrat haver anticipat inicialment un creixement del PIB de la zona de l'euro al voltant del 0,2% per al 2023, tot fa pensar que la xifra quedarà còmodament superada. No obstant això, riscos com la feblesa persistent de la indústria europea i com la materialització de l'impacte de les pujades de tipus d'interès s'han estès al 2024, any en què esperem que la zona de l'euro creixi el 0,7% (en relació amb l'1,6% previst fa un any). En un altre front de batalla, la UE ha aconseguit arribar a un acord sobre les noves normes fiscals. Just abans del tancament nadalenc, els Vint-i-set van tancar un acord polític al Consell Europeu per a la reforma de les regles fiscals, que ara s'ha de negociar amb el Parlament Europeu. Les noves regles mantenen els límits formals del 3% i del 60% sobre el PIB del dèficit i del deute públic, però es contemplen sendes d'ajust fiscal «personalitzades» per a cada país, dissenyades de quatre en quatre anys i ampliables fins a un màxim de set. El nou marc fiscal, que no serà vinculant fins als pressupostos del 2025, preveu un període de transició fins al 2027 (pensat per a aquells països amb dèficits fiscals superiors al 3,0% i que automàticament entrarien dins el procediment de dèficit excessiu), amb l'exclusió temporal del còmput dels interessos del deute.

**La desacceleració de l'activitat en el 4T anticipa un inici d'any a marxa lenta a les economies avançades**. A Europa, els PMI del desembre es van mantenir en zona contractiva (per sota del llindar dels 50 punts) per setè mes consecutiu, reflex de la

### *EUA i zona de l'euro: IPC*

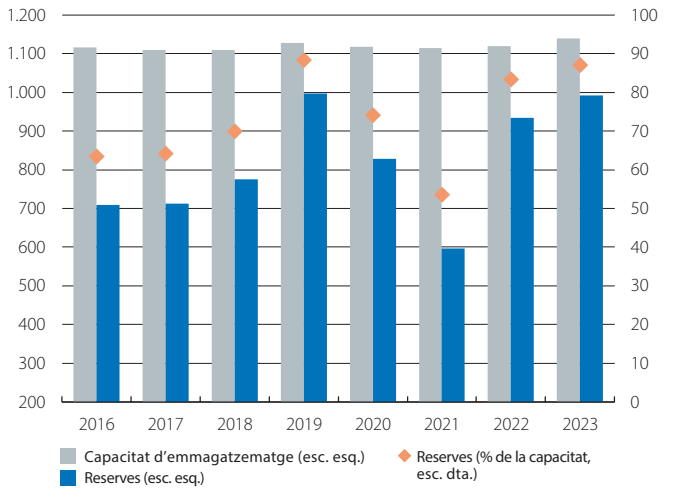
*Variació interanual (%)*




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

### *UE-27: reserves de gas natural*

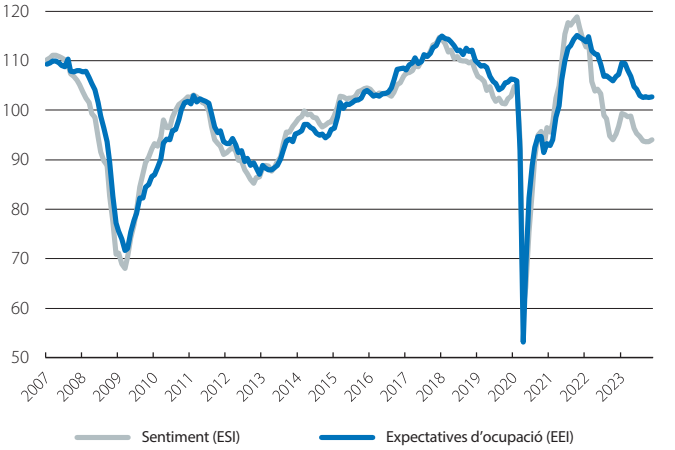
*Total (GWh)* *(%)*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Gas Infrastructure Europe.*

### *Zona de l'euro: sentiment econòmic i expectatives d'ocupació*

*Índex*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

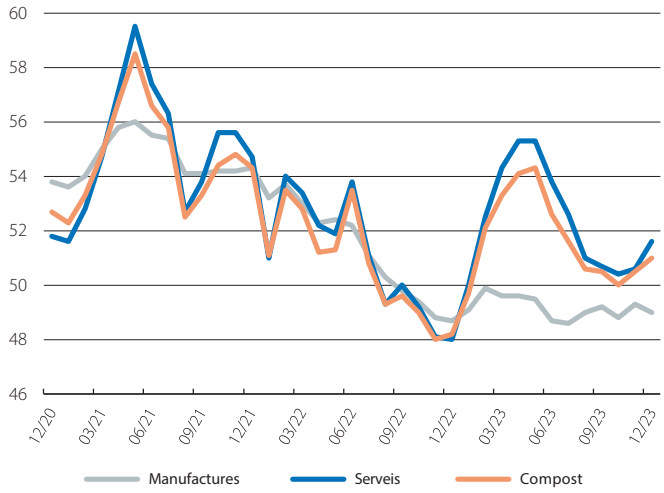
feblesa que persisteix a la indústria europea i del progressiu esgotament de l'embranzida cíclica al sector serveis. D'altra banda, el mercat laboral es manté sòlid, amb taxes d'atur en mínims, tot i que alguns indicadors avançats, com l'índex d'expectatives d'ocupació, apunten a un refredament progressiu del mercat laboral en els propers mesos. Als EUA, es percep una desacceleració de l'activitat en relació amb el 3T, tot i que amb taxes de creixement del PIB encara en cotes dinàmiques i pròximes al 0,6% intertrimestral, segons els *nowcastings* de la Fed d'Atlanta i de la Fed de Nova York, mentre que el mercat laboral va exhibir dinàmiques mixtes al desembre (amb una dada de creació d'ocupació de 216.000, xifra forta i superior a l'esperat, però amb la majoria de llocs creats en sectors poc cíclics, com l'educació i la sanitat i l'Administració pública).

**L'economia global, entre la frenada de les economies avançades i el menor poder d'arrossegament de la Xina.** Si esperem un alentiment a les economies avançades el 2024, sembla que un altre dels motors de l'economia global també està perdent poder d'acceleració. Durant el període postcrisi financera fins a la pandèmia, la Xina va compensar parcialment el poc dinamisme de les economies avançades (que van créixer, de mitjana, l'1,0% durant el període 2008-2020, en relació amb un creixement mitjà del 7,5% a la Xina). Però una barreja de factors interns i externs fa improbable un escenari en què el creixement del gegant asiàtic es mantingui per damunt del 5%. L'any 2023 va posar de manifest alguns d'aquests factors, amb l'ajust de les exportacions i amb una crisi de confiança interna, agreujada per un llarg ajust del sector immobiliari. A més a més, en els últims mesos, s'estan posant de manifest els problemes derivats de la sobrecapacitat al sector manufacturer xinès. Les últimes dades de confiança empresarial són un bon testimoni d'aquestes tendències. D'una banda, el PMI compost oficial va caure fins als 50,3 punts al desembre, el seu nivell més baix de l'any i substancialment per sota de la mitjana històrica. Per components, el PMI dels serveis es va mantenir en els 49,3 punts (el nivell més baix des de la reobertura), i el PMI de la construcció va pujar als 56,9 punts, molt per sota de la mitjana anterior a la pandèmia, la qual cosa evidencia una recuperació tèbia del sector. El PMI manufacturer va caure dels 49,4 als 49,0 punts, entre senyals de refredament de la demanda externa i de caigudes de preus de producció.

**El nou any afronta, de nou, ombres per les tensions geopolítiques.** Una simultaneïtat de crisis es manté activa en el canvi d'any, i, a la guerra a Ucraïna, s'han afegit recentment la reactivació del conflicte israelià-palestí i la guerra del Sudan, que han convertit el 2023 en un dels anys amb més conflictes actius des de la Segona Guerra Mundial. Entre l'augment de la conflictivitat i de la despesa en defensa i la degradació del paper de les institucions multilaterals, el 2024, més de la meitat de la població mundial serà cridada a les urnes per a eleccions nacionals. I moltes d'aquestes eleccions tenen potencial per afectar l'equilibri geopolític global actual. A més d'eleccions com les de Taiwan, l'Índia o el Regne Unit, les mirades estan posades en les presidencials dels EUA. A Espanya, «polarització» va ser escollida paraula de l'any el 2023. El diccionari britànic Collins i *The Economist* han preferit expressions relacionades amb la intel·ligència artificial. Els dos temes continuaran marcant l'actualitat enguany.

### Global: PMI

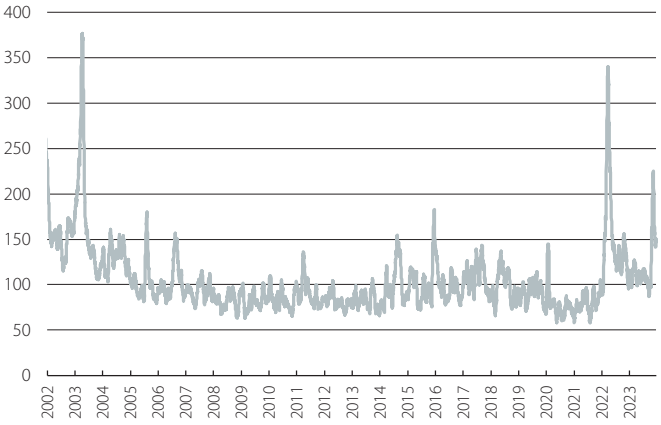
*Índex*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.*

### Global: risc geopolític

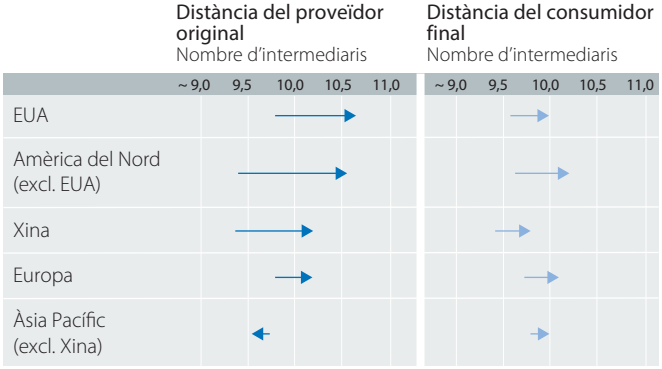
*Índex*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Caldara, D. i Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk», American Economic Review, abril, 112(4), pàgs. 1.194-1.225 (dades descarregades des d'https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm).*

### Global: longitud mitjana de les cadenes globals de subministrament

*2021 → 2023*




**Nota:** *Evolució de la distància mitjana entre el proveïdor original/consumidor final (mesurada amb el nombre de proveïdors intermedis) entre el 2021 i el 2023 per a cada regió.*
**Font:** The Economist *(basat en Qiu, H. et al. (2023) «Mapping the realignment of global value chains»).*

# Hi ha una evidència «matinera» de *de-risking*? (part I): els EUA i la Xina

Des del 2008, els fluxos comercials gairebé s'han estancat a nivell global. Al mateix temps, l'augment significatiu de les tensions comercials entre països, principalment a partir del 2018 i amb l'eix EUA-Xina a l'epicentre, està comportant un redisseny dels fluxos comercials. La pregunta clau és si, davant una retòrica i unes polítiques més enfocades a reforçar la «seguretat econòmica», hi ha evidència que els llaços comercials (o les «dependències») entre els majors blocs econòmics hagin disminuït de manera sistemàtica.

### La importància del triangle: de la Grècia antiga al comerç internacional en el segle XXI

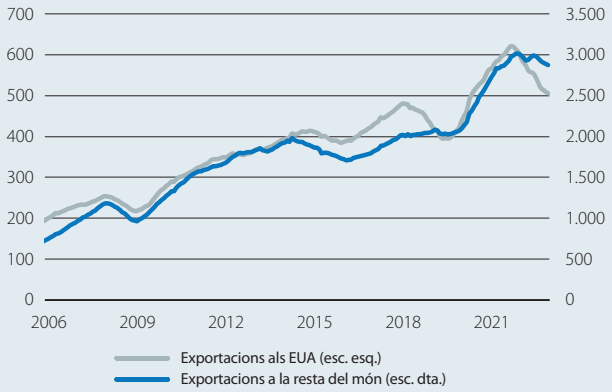
Des del final del 2018, les exportacions de la Xina als EUA han patit un zigzagueig, amb contraccions el 2019 i el 2022-2023 i amb màxims històrics entre els dos períodes (vegeu el primer gràfic). Així i tot, des del 2018, la Xina ha perdut gairebé 5 p. p. de quota en les importacions totals dels EUA, al mateix temps que les quotes de països com Mèxic o el Vietnam, i fins i tot la zona de l'euro, han augmentat.

Per exemple, entre el 2018 i el 2021, les exportacions anuals del Vietnam als EUA s'han duplicat amb escreix (i han augmentat més d'uns 50.000 milions de dòlars anuals). Mirant el desglossament sectorial, mentre que la proporció d'exportacions de productes electrònics de la Xina als EUA va caure 2 punts en el període, la del Vietnam als EUA va pujar 13 punts (vegeu la primera taula).[1] Per la seva banda, les exportacions de la Xina al Vietnam han crescut gairebé el 70% (també uns 50.000 milions de dòlars anuals), i els fluxos al sector de l'electrònica s'han intensificat en els dos sentits.

El «triangle comercial» entre aquests països revela que, malgrat que els llaços comercials directes entre la Xina i els EUA s'han anat afeblint al llarg del període, els llaços indirectes podrien haver augmentat de forma significativa.[2] Si entenem l'objectiu del *de-risking* (o de la minimització de riscos en les cadenes mitjançant la diversificació dels fluxos de comerç) com una disminució de la dependència comercial efectiva entre països, i aquesta depèn dels llaços comercials directes i indirectes, no està clar en quina mesura s'ha produït realment un desacoblament a partir del 2018 entre els EUA i la Xina, i això malgrat l'augment significatiu de les barreres aranzelàries entre els dos països.[3] Així ho demostra un dels més famosos teoremes de la geometria euclidiana, atribuït al filòsof i matemàtic grec Pitàgores, en el segle VI a. C.: el quadrat de la longitud de la hipotenusa és igual a la suma dels quadrats de les longituds dels catets.

### *Xina: exportacions*

*Milers de milions de dòlars (acumulat de 12 mesos)* — *Milers de milions de dòlars (acumulat de 12 mesos)*




**Nota:** *Es presenten dades mensuals.*
**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes de la Xina, via Bloomberg.*

### *Fluxos comercials entre la Xina, els EUA i el Vietnam*

*Importacions i exportacions anuals (en milions de dòlars)*

| | 2018 | Δ% | 2021 |
|---|---|---|---|
| **Xina → EUA** | 504.000 | +5% | 530.000 |
| | Electrònica (26%) | | Electrònica (24%) |
| | Maquinària (22%) | | Maquinària (22%) |
| **EUA → Xina** | 119.000 | +27% | 151.000 |
| | Transp. aeronàutic (14%) | | Electrònica (13%) |
| | Electrònica (11%) | | Eq. òptica, fotog., etc. (11%) |
| **Vietnam → EUA** | 48.000 | +106% | 99.000 |
| | Electrònica (21%) | | Electrònica (34%) |
| | Accessoris de roba (17%) | | Mobles i mobiliari (11%) |
| **EUA → Vietnam** | 10.000 | +10% | 11.000 |
| | Electrònica (18%) | | Electrònica (21%) |
| | Cotó (14%) | | Cotó (9%) |
| **Vietnam → Xina** | 41.000 | +41% | 58.000 |
| | Electrònica (48%) | | Electrònica (54%) |
| | Fruites (7%) | | Cotó (5%) |
| **Xina → Vietnam** | 77.000 | +68% | 129.000 |
| | Electrònica (30%) | | Electrònica (36%) |
| | Maquinària (11%) | | Maquinària (11%) |

**Nota:** *Es presenten els dos sectors més importants (% del total) en els fluxos bilaterals entre països, per a cada any, a nivell de desagregació producte HS2.*
**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC) i de Comtrade.*

1. En sentit contrari, entre el 2018 i el 2021, les exportacions dels EUA a la Xina han augmentat gairebé el 30% i al Vietnam, el 10%.
2. Tot i que la Xina ha perdut quota en les importacions totals dels EUA, continua sent el major soci comercial dels EUA per importacions, amb una cinquena part del total. D'altra banda, la Xina és també el principal origen de les importacions del Vietnam. Tot i que, el 2018, el 31% de les importacions totals de béns del Vietnam provenien de la Xina, el 2021, aquesta xifra va arribar al 39%. El principal producte importat pel Vietnam són els circuits integrats (el 12% de les importacions totals). El 2018, el 23% dels circuits integrats importats pel Vietnam provenien de la Xina (en relació amb el 46% de Corea del Sud i el 6% dels EUA o del Japó). El 2021, la quota de la Xina va passar al 33% (el 33% de Corea del Sud, el 7% del Japó i el 4% dels EUA).

## Canvis en els fluxos de comerç a nivell global: una geometria variable

Malgrat que, d'una banda, la intensificació dels fluxos de comerç del Vietnam amb la Xina i amb els EUA haurà contrarestat, si més no en part, la relativa feblesa dels fluxos directes entre la Xina i els EUA, encara cal verificar si aquestes desviacions de fluxos de comerç es van estendre a altres països. Si ens centrem en la regió asiàtica i en altres grans economies emergents, s'observa, en el mateix període, un creixement més ràpid dels fluxos de comerç dels EUA amb altres països ASEAN (com Indonèsia, Malàisia o Tailàndia), així com amb Corea del Sud o amb Taiwan, tots amb creixements superiors al 30%. També amb l'Índia els fluxos de comerç han crescut més del 30%, mentre que els fluxos amb Mèxic o amb el Brasil s'han estancat entre el 2018 i el 2021.

Diversos matisos en aquests casos ajuden a entendre els reptes i la complexitat del procés de *de-risking* entre grans potències econòmiques. D'una banda, si observem que els EUA han disminuït les importacions des de la Xina i han augmentat les d'altres països, el fet que aquests països hagin augmentat les importacions des de la Xina implica que no es pugui concloure que els vincles comercials indirectes dels EUA amb la Xina no hagin augmentat. En gairebé tots els casos esmentats més amunt, el creixement de les importacions d'aquests països des de la Xina ha gairebé igualat, o fins i tot superat, el creixement de les exportacions als EUA (vegeu la segona taula). De l'altra, en el cas de l'Índia, on les exportacions als EUA han crescut el 34% en el període i les importacions des de la Xina ho han fet el 24%, tampoc és evident que aquest canal hagi comportat un *de-risking* nord-americà de la Xina. D'una banda, els fluxos anuals de les exportacions de l'Índia als EUA són set vegades inferiors als de la Xina als EUA (i són, fins i tot, inferiors als del Vietnam als EUA). De l'altra, el patró d'especialització sectorial de l'Índia i de la Xina és molt diferent. Mentre que gairebé el 50% de les exportacions de la Xina als EUA (i a l'Índia) són d'electrònica i maquinària, les principals exportacions de l'Índia als EUA són de pedres precioses (el 20%) i de productes farmacèutics (el 10%), i l'electrònica i la maquinària sumen, en conjunt, poc més del 10% del total.

3. Per a una identificació clara de les «dependències» entre economies mitjançant les cadenes globals de valor, cal utilitzar dades de valor afegit a nivell internacional, disponibles, per exemple, a la base de dades TiVA de l'OCDE. Aquestes dades permeten identificar l'origen real dels béns i serveis que arriben, que es consumeixen i que s'exporten en un determinat país, tenint en compte que els fluxos bruts de les importacions i de les exportacions entre països incorporen contingut amb origen en múltiples geografies. No obstant això, per la complexitat d'aquestes dades, es publiquen amb diversos anys de retard.

4. Vegeu, per exemple, Utar, H. *et al.* (2023), «The US-China Trade War and the Relocation of Global Value Chains to Mexico», CESifo Working Paper, núm. 10.638. Segons el Peterson Institute for International Economics (PIIE), les barreres aranzelàries entre la Xina i els EUA s'han situat entre tres i sis vegades per damunt dels nivells observats fins al 2018.

### *Fluxos comercials entre la Xina, els EUA i les grans economies emergents*

*Importacions i exportacions anuals (en milions de dòlars)*

| | 2018 | Δ% | 2021 |
|---|---|---|---|
| **Mèxic → EUA** | 348.000 | +4% | 361.000 |
| | Transp. terrestre (27%) | | Transp. terrestre (24%) |
| | Electrònica (21%) | | Electrònica (21%) |
| **Índia → EUA** | 53.000 | +34% | 71.000 |
| | Pedres precioses... (21%) | | Pedres precioses... (21%) |
| | Prod. farmacèutics (11%) | | Prod. farmacèutics (11%) |
| **Indonèsia → EUA** | 20.000 | +30% | 26.000 |
| | Acces. roba no teix. (12%) | | Accessoris roba teix. (10%) |
| | Accessoris roba teix. (11%) | | Greixos, olis... (9%) |
| **Xina → Mèxic** | 64.000 | +31% | 84.000 |
| | Electrònica (37%) | | Electrònica (32%) |
| | Maquinària (23%) | | Maquinària (21%) |
| **Xina → Índia** | 76.000 | +24% | 94.000 |
| | Electrònica (30%) | | Electrònica (28%) |
| | Maquinària (18%) | | Maquinària (21%) |
| **Xina → Indonèsia** | 45.000 | +33% | 60.000 |
| | Electrònica (21%) | | Maquinària (19%) |
| | Maquinària (19%) | | Electrònica (19%) |

***Nota:*** *Es presenten els dos sectors més importants (% del total) en els fluxos bilaterals entre països, per a cada any, a nivell de desagregació producte HS2.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC) i de Comtrade.*

## Una geopolítica més multipolar i una geoeconomia menys multilateral?

La utilització de polítiques comercials «defensives», com aranzels, de manera unilateral i com a arma negociadora davant els socis comercials ha marcat la «primera onada» de tensions comercials a partir del 2018,[4] les quals han comportat un primer redisseny de les cadenes globals de valor. Malgrat que s'han observat tendències de *friendshoring*, o de relocalització de parts de les cadenes de valor cap a països «amics» (per evitar costos aranzelaris o per protegir-se davant els temors a un major deteriorament de la situació geopolítica), les desviacions de fluxos de comerç resultants, així com la importància i el grau d'especialització creixent de la Xina en les cadenes globals de valor, fan difícil concloure que els vincles comercials entre els EUA i la Xina hagin efectivament perdut importància.

D'altra banda, el gir proteccionista nord-americà no solament ha comportat un deteriorament del multilateralisme (com és evident, per exemple, en el bloqueig de l'òrgan d'apel·lació de l'OMC, el principal mecanisme de resolució de disputes comercials entre països, des del 2017), sinó que també ha forçat altres països a canviar de polítiques comercials. A quina nova geoeconomia ens durà la «segona onada» de tensions comercials?

*Luís Pinheiro de Matos*

# Hi ha una evidència «matinera» de *de-risking*? (part II): UE

Entre el 2018 i el 2021, vam tenir una primera onada de tensions comercials en un conflicte centrat en l'eix EUA-Xina. Durant aquest període, les importacions de la UE des de la Xina van augmentar gairebé el 40% (vegeu la primera taula),[1] però, des del 2021, amb una UE que ha anat adoptant un posicionament més assertiu en relació amb la Xina, en particular després de la invasió russa d'Ucraïna, les tensions s'han ampliat.

### Com es posiciona la UE en el *de-risking*?

El 2021, el 22% de les importacions de béns provinents de fora de la UE arribaven de la Xina (uns 550.000 milions de dòlars), una xifra rècord, en relació amb el 18% del període 2015-2018. Al sector de l'electrònica, la quota de la Xina en les importacions de la UE va arribar al 47% el 2021, en relació amb el 38% fins al 2018.

En aquests mateixos anys, no solament el creixement de les importacions des de la Xina va superar el creixement de les importacions des dels altres grans països emergents i asiàtics (vegeu la segona taula), sinó que el creixement de les exportacions de la Xina a aquests països va augmentar de manera significativa.[2] En altres paraules, la importància dels vincles comercials directes de la UE amb la Xina ha augmentat (al contrari del que ha succeït entre els EUA i la Xina durant el mateix període), al mateix temps que també han augmentat els vincles indirectes a través d'altres països, pel fet que hagin també augmentat la seva exposició a la Xina.

D'altra banda, després d'un període de forta expansió de les importacions europees al llarg del 2022, any en què les importacions extra-UE totals van créixer més del 40% (més del 30% des de la Xina), hi ha alguns senyals de contracció dels llaços comercials directes entre el bloc europeu i el gegant asiàtic. El 2023, les importacions de la UE des de la Xina han caigut més del 10% en termes interanuals (vegeu el gràfic).[3] Al mateix temps, les importacions europees des dels EUA han crescut el 7%, mentre que les provinents d'altres països asiàtics han augmentat el 3%.[4] Com a resultat, des del 2021, la Xina ha perdut 2 p. p. de quota en les importacions externes totals de la UE, fins al 20%, mentre que altres països asiàtics i els EUA han guanyat quota i el comerç intra-UE s'ha reforçat.

### *De-risking* o una nova globalització «amb característiques xineses»?

Dues tendències addicionals han marcat també els últims anys. D'una banda, a mesura que s'ha anat desenvolupant i ha guanyat pes en les cadenes globals de valor, la Xina ha reduït la dependència econòmica de l'exterior, principalment en termes de béns i serveis produïts en economies més avançades.[5] De l'altra, des del final del 2019, la principal destinació de les exportacions de la Xina ja no són les economies avançades. De fet, en els últims anys, les destinacions de les exportacions xineses que més han crescut han estat els BRICS, la resta d'Àsia, l'Orient Mitjà i Àfrica. Per exemple, les exportacions de la Xina als països ASEAN han crescut el 70%,

***Fluxos comercials entre la Xina i la UE***

*Importacions i exportacions anuals (en milions de dòlars)*

| | 2009 | 2012 | 2015 | 2018 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Xina → UE** | 225.000 | 335.000 | 337.000 | 395.000 | 550.000 |
| | Electrònica (23%) | Electrònica (23%) | Electrònica (24%) | Electrònica (24%) | Electrònica (27%) |
| | Maquinària (22%) | Maquinària (23%) | Maquinària (21%) | Maquinària (22%) | Maquinària (21%) |
| | Acces. roba no teix. (6%) | Acces. roba no teix. (5%) | Acces. roba no teix. (5%) | Acces. roba no teix. (4%) | Mobles i mobiliari (5%) |
| **UE → Xina** | 109.000 | 166.000 | 158.000 | 218.000 | 261.000 |
| | Maquinària (29%) | Maquinària (23%) | Maquinària (21%) | Maquinària (19%) | Maquinària (17%) |
| | Electrònica (15%) | Transp. terrestre (18%) | Transp. terrestre (16%) | Transp. terrestre (17%) | Transp. terrestre (15%) |
| | Transp. terrestre (10%) | Electrònica (10%) | Electrònica (11%) | Electrònica (12%) | Electrònica (14%) |

***Nota:*** *Es presenten els tres sectors més importants (% del total) en els fluxos bilaterals entre països, per a cada any, a nivell de desagregació producte HS2.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC) i de Comtrade.*

1. Durant aquest període, les importacions dels EUA des de la UE han crescut el 12% (uns 450.000 milions de dòlars anuals). Vegeu també el Focus «Hi ha una evidència «matinera» de de-risking? (part I): els EUA i la Xina», en aquest mateix informe.
2. Entre el 2018 i el 2021, l'augment de les exportacions de la Xina a aquests països va superar el 50% en diversos casos (Turquia, el +52%; el Vietnam, el +68%; el Brasil, el +50%, i Malàisia, el +54%).
3. Les importacions dels EUA des de la Xina han caigut gairebé el 20% en el mateix període.
4. Destaca, en particular, el creixement de les importacions europees des de Corea del Sud (el +13%), Taiwan (el +7%), el Japó (el +6%) i l'Índia (el +4%), mentre que les importacions des dels països ASEAN van caure lleugerament (el –1%), tot i que amb diferències entre països (des de Malàisia, el –7% i, des del Vietnam o des de Singapur, el +3%). Pel que fa a altres geografies, destaquen el creixement de les importacions des dels Emirats Àrabs Units (el +38%) o des de Mèxic (el +12%) i la caiguda de les importacions des de Rússia (el –66%) o des de Noruega (el –15%).
5. Vegeu, per exemple, el Focus «UE i la Xina: mapes d'una interdependència estratègica II», a l'IM01/2023.

mentre que les exportacions a les economies avançades ho han fet el 20%.

Però, ja sigui per les intervencions polítiques directes o pels temors empresarials al deteriorament de la situació geopolítica que comportaria la utilització de «dependències econòmiques» com a arma diplomàtica, el redisseny en curs dels fluxos comercials comportarà una minimització dels riscos comercials? Alguns matisos observats en els últims anys conviden a una certa prudència. D'una banda, hem subratllat la importància d'analitzar els llaços comercials (i d'inversions) indirectes entre blocs, o les «portes del darrere».[6] De l'altra, tenint en compte la magnitud de les desviacions dels fluxos de comerç observades en els últims anys i el repunt de la incertesa comercial, és possible que, en els propers anys, assistim a un increment de la complexitat de les cadenes globals de valor, propiciat per consideracions geopolítiques. Això tindria, com a resultat probable, un augment de l'opacitat –i una disminució de l'eficiència– dels processos productius i de les dependències econòmiques reals entre blocs.

Amb o sense *de-risking* com a resultat final d'aquesta reassignació dels recursos, podem estar entrant en una nova era de (des)globalització «amb característiques xineses».[7] Ara com ara, s'observa una redefinició de l'equilibri cap a una economia global més dominada per les preocupacions geopolítiques, amb un paper més actiu dels Estats, mitjançant polítiques industrials, i amb una redefinició imminent de les polítiques comercials i del consens de lliure comerç construït en el període postguerra. En una primera fase, s'ha observat un domini de les polítiques comercials «defensives», que ha comportat l'augment de les barreres aranzelàries i no aranzelàries, com les restriccions de les exportacions o els mecanismes de control de les inversions. Perquè el resultat del procés no sigui una fragmentació costosa i desordenada entre blocs, és essencial que es contemplin polítiques comercials anomenades «ofensives»[8] i que s'assoleixi un coneixement detallat de les cadenes globals de valor. Sembla que la UE està fent alguns passos encoratjadors en aquesta direcció, com ho demostren la discussió recent (basada en una visió més pragmàtica de les cadenes de valor) sobre les àrees tecnològiques crítiques i els avanços en acords comercials amb països com Nova Zelanda, Xile, Kenya, Mèxic o l'Índia. En aquest procés, no serà menys important la construcció de canals de diàleg efectius entre els diferents blocs: els EUA, la Xina i, en un món més multipolar, tots els altres.

*Luís Pinheiro de Matos*

### *Fluxos comercials entre la UE i les grans economies asiàticas y emergentes*

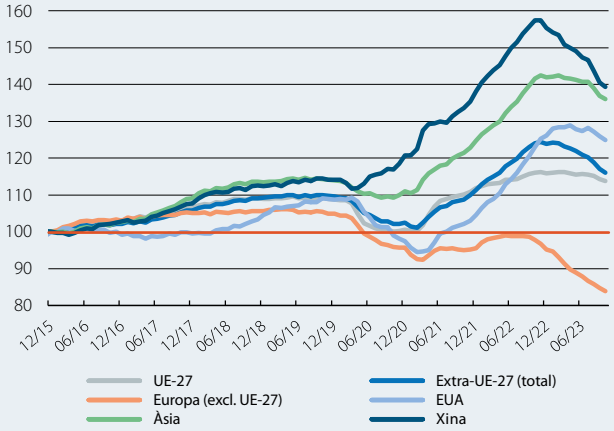
*Importacions i exportacions anuals (en milions de dòlars)*

| | 2018 | Δ% | 2021 |
|---|---|---|---|
| **Turquia → UE** | 81.000 | +21% | 98.000 |
| | Transp. terrestre (24%) | | Transp. terrestre (17%) |
| | Maquinària (11%) | | Maquinària (10%) |
| **Japón → UE** | 74.000 | –4% | 71.000 |
| | Maquinària (25%) | | Maquinària (24%) |
| | Transp. terrestre (25%) | | Transp. terrestre (22%) |
| **Corea del Sur → UE** | 56.000 | +18% | 66.000 |
| | Transp. terrestre (19%) | | Electrònica (18%) |
| | Electrònica (18%) | | Transp. terrestre (17%) |
| **India → UE** | 52.000 | +17% | 61.000 |
| | Combustibles, etc. (13%) | | Combustibles, etc. (10%) |
| | Maquinària (8%) | | Químics orgànics (9%) |
| **Vietnam → UE** | 39.000 | +15% | 45.000 |
| | Electrònica (40%) | | Electrònica (39%) |
| | Calçat (12%) | | Calçat (10%) |
| **Brasil → UE** | 36.000 | +6% | 38.000 |
| | Minerals, etc. (15%) | | Minerals, etc. (15%) |
| | Prod. alimentaris (10%) | | Combustibles, etc. (14%) |
| **Malasia → UE** | 27.000 | +11% | 30.000 |
| | Electrònica (42%) | | Electrònica (40%) |
| | Maquinària (15%) | | Greixos, olis, etc. (12%) |

***Nota:*** *Es presenten els dos sectors més importants (% del total) en els fluxos bilaterals entre països, per a cada any, a nivell de desagregació producte HS2.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC) i de Comtrade.*

### *UE-27: importacions*

*Índex (100 = 2015)*




***Nota:*** *Es presenten dades mensuals.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

6. Per a una anàlisi recent i detallada, vegeu, per exemple, Alfaro, L. i Chor, D. (2023), «Global Supply Chains: The Looming 'Great Reallocation'», Working Paper 31.661, NBER Working Paper Series, NBER.
7. Després d'anys de lideratge sota Mao Zedong, Deng Xiaoping va ser un dels grans líders reformistes, ja que, a partir dels anys vuitanta, va modernitzar l'economia xinesa i va integrar el país en una nova era de globalització. Una de les idees fonamentals introduïdes per Xiaoping va ser el concepte de «socialisme amb característiques xineses», que tenia per objectiu redefinir el balanç entre una economia dominada per l'Estat i el món capitalista al qual s'obria. En les dècades següents, la Xina es va transformar en la segona major economia del món i en el major exportador de béns a nivell global i va ser el major motor individual de l'última onada de globalització.
8. Les polítiques comercials «defensives», com els aranzels, les quotes o les restriccions a les importacions o a les exportacions, contrasten amb les polítiques comercials anomenades «ofensives», com els acords de

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

## ESTATS UNITS

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 5,8 | 1,9 | 0,7 | 1,7 | 2,4 | 2,9 | – | – | – |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina) | 15,8 | 9,3 | 7,5 | 5,8 | 3,3 | 2,2 | 3,3 | 5,2 | ... |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 112,7 | 104,5 | 104,2 | 105,5 | 106,1 | 104,5 | 99,1 | 101,0 | 110,7 |
| Producció industrial | 4,4 | 3,4 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 0,9 | –1,0 | –0,4 | ... |
| Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)* | 60,7 | 53,5 | 49,1 | 48,3 | 47,8 | 47,1 | 46,7 | 46,7 | 47,4 |
| Habitatges iniciats *(milers)* | 1.606 | 1.551 | 1.405 | 1.375 | 1.378 | 1.385 | 1.359 | 1.560 | ... |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)* | 267 | 307 | 304 | 303 | 302 | 302 | 320,3 | ... | ... |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 5,4 | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,8 | 3,7 | 3,7 |
| Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)* | 58,4 | 60,0 | 60,0 | 60,1 | 60,2 | 60,3 | 60,3 | 60,4 | 60,1 |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –3,6 | –3,7 | –3,7 | –3,6 | –3,5 | –3,3 | –2,9 | ... | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 4,7 | 8,0 | 7,1 | 6,7 | 6,3 | 5,8 | 3,2 | 3,1 | ... |
| Inflació nucli | 3,6 | 6,2 | 6,0 | 5,7 | 5,6 | 5,6 | 4,0 | 4,0 | ... |

## JAPÓ

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,6 | 1,0 | 0,5 | 2,5 | 2,2 | 1,5 | – | – | – |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 36,3 | 32,2 | 30,4 | 30,7 | 31,2 | 32,2 | 35,7 | 36,1 | 37,2 |
| Producció industrial | 5,8 | 0,0 | 0,7 | –1,8 | –1,8 | –2,0 | –0,6 | –1,4 | ... |
| Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)* | 13,8 | 9,5 | 7,0 | 1,0 | 5,0 | 9,0 | – | – | – |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –0,3 | –3,7 | –3,8 | –4,0 | –4,0 | –4,0 | –2,1 | –1,9 | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | –0,2 | 2,5 | 3,9 | 4,1 | 3,9 | 3,6 | 3,3 | 2,9 | ... |
| Inflació subjacent | –0,5 | 1,1 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,5 | 4,0 | 3,8 | ... |

## XINA

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 8,4 | 3,0 | 2,9 | 4,5 | 6,3 | 4,9 | – | – | – |
| Vendes al detall | 12,4 | –0,8 | –2,7 | 5,8 | 10,7 | 4,2 | 7,6 | 10,1 | ... |
| Producció industrial | 9,3 | 3,4 | 2,8 | 3,2 | 4,5 | 4,2 | 4,6 | 6,6 | ... |
| PMI manufactures (oficial) | 50,5 | 49,1 | 48,1 | 51,5 | 49,0 | 49,7 | 49,5 | 49,4 | 49,0 |
| **Sector exterior** | | | | | | | | | |
| Balança comercial [1,2] | 681 | 899 | 899 | 948 | 946 | 900 | 873,8 | 871,0 | ... |
| Exportacions | 30,0 | 7,1 | –6,8 | 0,1 | –5,4 | –10,8 | –7,9 | –1,4 | ... |
| Importacions | 30,0 | 0,7 | –6,9 | –7,2 | –6,9 | –8,5 | 3,0 | –0,6 | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 0,9 | 2,0 | 1,8 | 1,3 | 0,1 | –0,1 | –0,2 | –0,5 | ... |
| Tipus d'interès de referència [3] | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Renminbi per dòlar | 6,5 | 6,7 | 7,1 | 6,8 | 7,0 | 7,2 | 7,3 | 7,2 | 7,1 |

***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 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vendes al detall *(variació interanual)* | 5,4 | 1,0 | –2,8 | –2,7 | –1,9 | –1,8 | –0,9 | –1,1 | ... |
| Producció industrial *(variació interanual)* | 9,9 | 2,2 | 2,0 | 0,4 | –1,2 | –4,7 | –6,7 | ... | ... |
| Confiança del consumidor | –7,5 | –21,9 | –26,9 | –26,9 | –26,9 | –26,9 | –17,8 | –16,9 | –15,0 |
| Sentiment econòmic | 110,7 | 101,9 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 93,7 | 94,0 | 96,4 |
| PMI manufactures | 60,2 | 52,1 | 47,1 | 48,2 | 44,7 | 43,2 | 43,1 | 44,2 | 44,4 |
| PMI serveis | 53,6 | 52,1 | 49,0 | 52,8 | 54,4 | 49,2 | 47,8 | 48,7 | 48,8 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Ocupació (persones) *(variació interanual)* | 1,5 | ... | 1,6 | 1,6 | 1,3 | ... | – | – | – |
| **Taxa d'atur** *(% pobl. activa)* | 7,7 | 6,7 | 6,7 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | ... | ... |
| Alemanya *(% pobl. activa)* | 3,6 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 3,0 | 3,1 | ... | ... |
| França *(% pobl. activa)* | 7,9 | 7,3 | 7,2 | 7,1 | 7,3 | 7,4 | 7,3 | ... | ... |
| Itàlia *(% pobl. activa)* | 9,5 | 8,1 | 7,8 | 7,9 | 7,7 | 7,6 | 7,8 | ... | ... |
| **PIB real** *(variació interanual)* | 6,1 | 3,5 | 1,8 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | – | – | – |
| Alemanya *(variació interanual)* | 3,3 | 1,9 | 0,8 | –0,2 | 0,1 | –0,4 | – | – | – |
| França *(variació interanual)* | 6,8 | 2,6 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 0,6 | – | – | – |
| Itàlia *(variació interanual)* | 8,6 | 3,9 | 1,6 | 2,1 | 0,3 | 0,1 | – | – | – |

## Preus

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

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 2,6 | 8,4 | 10,0 | 8,0 | 6,2 | 5,0 | 2,9 | 2,4 | 2,9 |
| Nucli | 1,5 | 3,9 | 5,1 | 5,5 | 5,5 | 5,1 | 4,2 | 3,6 | 3,4 |

## Sector exterior

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

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo corrent** | 3,1 | –0,7 | –0,7 | –0,5 | 0,3 | 2,0 | 3,8 | ... | ... |
| Alemanya | 7,7 | 4,4 | 4,4 | 4,6 | 5,3 | 8,6 | 13,3 | ... | ... |
| França | 0,4 | –2,0 | –2,0 | –1,9 | –1,8 | –2,0 | –3,2 | ... | ... |
| Itàlia | 2,4 | –1,5 | –1,5 | –1,4 | –1,1 | –0,1 | 0,2 | ... | ... |
| **Tipus de canvi efectiu nominal**[1] *(valor)* | **94,3** | **90,9** | **91,9** | **93,4** | **94,6** | **95,9** | **95,0** | **95,3** | **94,9** |

## 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 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament del sector privat** | | | | | | | | | |
| Crèdit a les societats no financeres[2] | 3,5 | 6,7 | 7,8 | 5,7 | 3,9 | 1,0 | –0,3 | 0,0 | ... |
| Crèdit a les llars[2,3] | 3,8 | 4,4 | 4,0 | 3,2 | 2,1 | 1,0 | 0,6 | 0,5 | ... |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)* | 1,2 | 1,8 | 2,9 | 3,8 | 4,5 | 5,0 | 5,2 | 5,1 | ... |
| Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)* | 1,3 | 2,0 | 2,9 | 3,7 | 4,3 | 4,7 | 4,8 | 4,9 | ... |
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits a la vista | 12,8 | 6,3 | 1,4 | –3,9 | –8,1 | –11,3 | –11,5 | –10,9 | ... |
| Altres dipòsits a curt termini | –0,8 | 4,5 | 12,0 | 17,6 | 22,5 | 23,2 | 21,4 | 20,8 | ... |
| Instruments negociables | 11,6 | 3,7 | 7,5 | 19,4 | 22,0 | 20,5 | 22,9 | 17,9 | ... |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)* | 0,2 | 0,5 | 1,1 | 1,9 | 2,5 | 3,0 | 3,3 | 3,3 | ... |

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

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

# L'economia espanyola tanca el 2023 amb millor nota de l'esperada

**L'economia espanyola va tancar el 2023 amb un to millor del que s'esperava a l'inici de l'any.** Tot i que és cert que, durant la segona part de l'exercici, el ritme de creixement es va moderar, l'afebliment s'ha produït més tard del que s'esperava i està sent més moderat del que es temia fa un any. Així, si, al començament del 2023, el consens d'analistes situava el creixement del PIB per al conjunt de l'any en l'1,3% (Panell de FUNCAS), avui dia, el situa al voltant del 2,4%, una xifra que coincideix amb l'estimada per CaixaBank Research. A més a més, tot fa pensar que, el 2024, en especial durant el segon semestre, l'economia podria recuperar una certa embranzida, la qual cosa hauria de permetre que, en el 4T 2024, el ritme de creixement del PIB s'aproximi ja al 2,0% interanual.

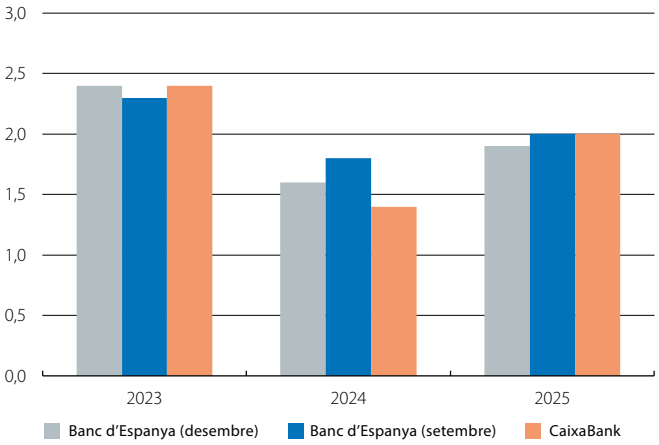
**El ritme de creixement es va desaccelerar en el 3T 2023, però va fer-ho de manera moderada.** En la segona estimació del PIB del 3T, l'INE va confirmar que el ritme de creixement es va situar en el 0,3% intertrimestral, 1 dècima per sota de l'avanç registrat en el 2T i 2 dècimes per sota del creixement mitjà trimestral de l'últim any. Així, el PIB se situa el 2,1% per damunt del nivell del 4T 2019. Per components, destaca el ritme d'avanç que registren el consum de les llars i el consum públic, tots dos per damunt de l'1% intertrimestral. Mentre que, en sentit contrari, continua preocupant la pobra evolució de la inversió, que anota una caiguda de l'1,0%, i, sobretot, de les exportacions de béns i serveis, que pateixen la feblesa dels principals socis comercials i reculen un destacable 4,1%.

**Després de la moderació del creixement del 3T 2023, els últims indicadors evidencien que el ritme de creixement s'ha estabilitzat en el tram final de l'any.** Al desembre, l'índex PMI del sector serveis es va mantenir en zona expansiva i es va situar en els 51,5 punts (0,5 punts per damunt del registre del novembre). Per la seva banda, l'índex PMI per al sector manufacturer es manté en terreny contractiu i recula 0,1 punts, fins als 46,2. Així, l'índex PMI compost va augmentar lleugerament, es va situar en els 50,4 punts (49,8 al novembre) i va marcar una mitjana en el trimestre de 50,1, el mateix nivell que en el trimestre anterior. D'altra banda, el principal motor del creixement de l'economia espanyola, el consum, també ofereix un missatge relativament positiu. En concret, el monitor de consum de CaixaBank Research apunta que la despesa realitzada amb targetes espanyoles als TPV de CaixaBank i les retirades d'efectiu van créixer el 5,9% interanual en el 4T (dades fins a la tercera setmana de desembre), la qual cosa representa una acceleració de 0,4 p. p. en relació amb el registre del 3T.

**El mercat laboral resisteix i continua creant ocupació, tot i que ho fa a un ritme més moderat.** Al desembre, el nombre

### *Espanya: projeccions del PIB (Banc d'Espanya vs. CaixaBank)*

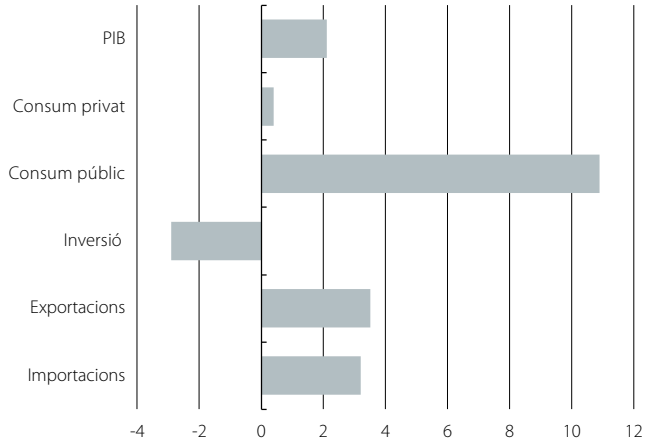
*Variació interanual (%)*




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

### *Espanya: PIB i els seus components*

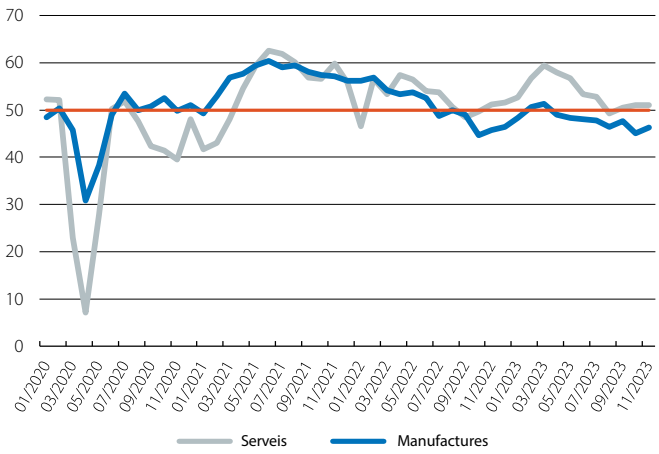
*Variació en el 3T 2023 en relació amb el 4T 2019 (%)*




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

### *Espanya: PMI*

*Nivell*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'S&P Global PMI.*

de persones afiliades a la Seguretat Social va augmentar en 29.937, una xifra superior a la de l'any passat, quan es va situar en les 12.640, però inferior al registre mitjà del període 2014-2019. L'augment de l'afiliació, corregida per l'efecte estacional, va ascendir a 23.287 persones, el major avanç mensual des del maig. En el conjunt del 4T, l'augment dels afiliats se situa en el 0,2% intertrimestral, ritme similar al del 3T, la qual cosa apuntaria al fet que el ritme de creixement de l'activitat s'ha estabilitzat.

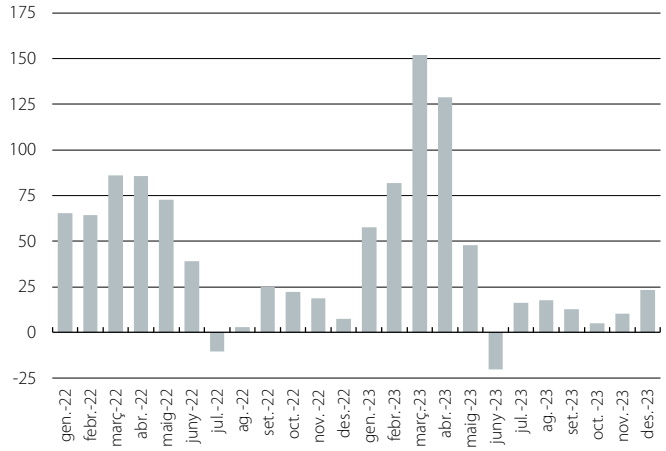
**Les pressions inflacionistes es continuen moderant**. En concret, la taxa d'inflació general va recular 1 dècima al desembre i es va situar en el 3,1%, segons l'indicador avançat de l'IPC publicat per l'INE. En línia amb la senda de moderació de la inflació d'aquests últims mesos, la taxa d'inflació subjacent va recular 0,7 p. p. per segon mes consecutiu i es va situar en el 3,8% interanual. Des del juliol, la taxa d'inflació subjacent s'ha reduït de forma molt destacable, en concret en 2,4 p. p.

**El Govern confirma l'extensió de les mesures antiinflació per al 2024**. Al final de desembre, el Govern va detallar les mesures que mantindria enguany per continuar lluitant contra la inflació. En aquest sentit, destaca l'augment fins al 10% de l'IVA de l'electricitat durant tot el 2024 i del gas fins al 31 de març. Cal recordar que es va situar en el 5% el 2023, mentre que, abans de la crisi energètica, era del 21%. D'altra banda, augmentarà de manera gradual al llarg de l'any l'impost especial de l'electricitat i l'impost sobre el valor de la producció elèctrica. Pel que fa a l'IVA dels aliments, es mantindrà fins al 30 de juny la reducció de l'IVA del 4% al 0% en aliments frescos de primera necessitat i del 10% al 5% en pastes i oli. Finalment, pel que fa als transports, s'estenen les ajudes generalitzades del 2023 a tot el 2024. L'extensió de moltes de les mesures que es van posar en marxa el 2023 farà que l'impacte sobre la inflació sigui menor del que contemplava l'escenari de previsions de CaixaBank Research, de manera que la inflació podria ser una mica més baixa de l'esperat el 2024.

**El dinamisme de la renda de les llars afavoreix un nou repunt de la taxa d'estalvi**. En concret, la renda bruta disponible de les llars va créixer un destacable 10,6% interanual en el 3T, mentre que la despesa en consum final va avançar el 4,5%. Com a resultat, la taxa d'estalvi va augmentar fins a l'11,0% (dada acumulada de quatre trimestres), la qual cosa representa un augment d'1,1 p. p. en relació amb el 2T 2023. A més a més, cal tenir en compte que la dada se situa clarament per damunt de la mitjana registrada entre el 2015 i el 2019 (el 6,8%). Tot això fa pensar que, malgrat els vents en contra que afecten moltes famílies, el consum de les llars, en agregat, podrà continuar creixent en els propers trimestres i es mantindrà com un important factor de suport per al conjunt de l'economia espanyola.

### *Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

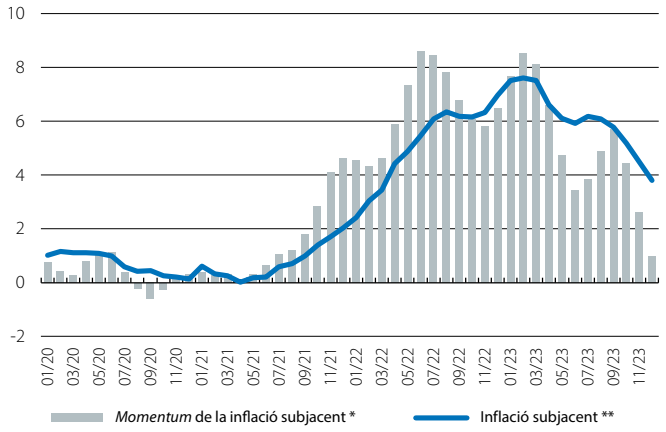
*Variació intermensual (milers) **




***Nota:*** ** Dades desestacionalitzades.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.*

### *Espanya: inflació subjacent i el seu* momentum

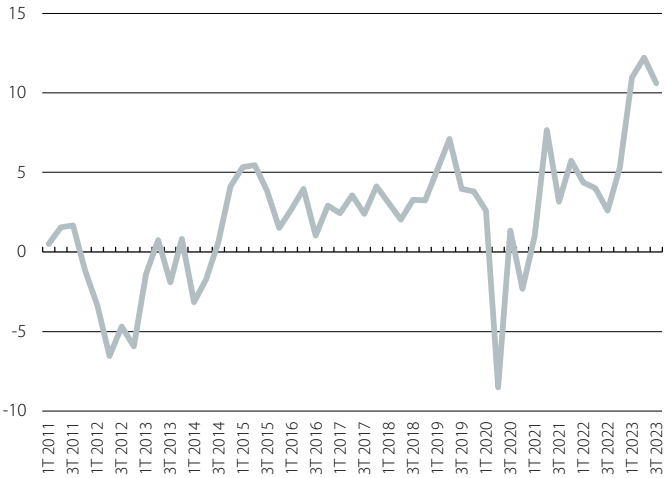
*Variació (%)*




***Notes:*** ** El* momentum *de la inflació subjacent és la variació mòbil dels tres últims mesos sobre els tres mesos anteriors. ** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

### *Espanya: renda bruta disponible de les llars*

*Variació interanual (%)*




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

# Com es podria reduir més l'atur estructural a Espanya?

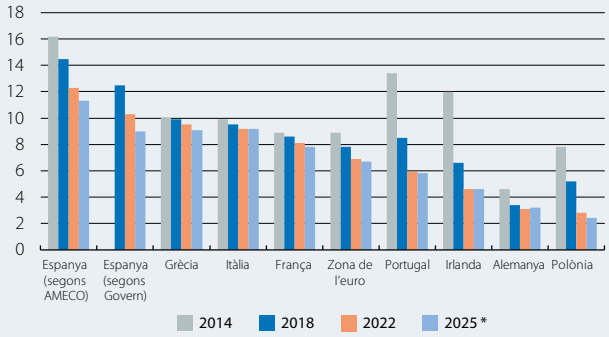
La capacitat que ha mostrat l'economia espanyola de reduir de manera substancial la taxa d'atur estructural en els últims anys ha sorprès propis i estranys. Fins fa poc, semblava impossible disminuir-la d'una forma tan significativa sense generar tensions en els salaris. No obstant això, la taxa d'atur estructural (TAE), també anomenada taxa d'atur no acceleradora dels salaris (NAWRU, per les sigles en anglès),[1] va recular a Espanya 1,7 p. p. entre el 2018 i el 2022, fins a assolir l'11,0%, segons les estimacions d'AMECO.[2] I, malgrat que tots els països de la UE van reduir la TAE després del *boom* postpandèmic de l'ocupació, Espanya, Portugal, Irlanda i Polònia van ser els alumnes més avantatjats de la regió, ja que van fer-ho a un ritme més ràpid, al voltant de 0,5 p. p. cada any de mitjana (vegeu el primer gràfic).

Diversos factors han permès el desenvolupament positiu de l'atur estructural entre el 2018 i el 2022. En primer lloc, els programes d'ajust temporal de l'ocupació (com els ERTO) van evitar que l'atur es disparés durant la pandèmia i van fer possible que milions de treballadors conservessin el lloc de treball quan es va paralitzar l'activitat. Aquests programes havien estat introduïts a Espanya amb la reforma laboral del 2012 per incentivar la flexibilitat interna de les empreses i per fer viable l'ajust temporal de l'ocupació en cas d'una disminució de la demanda i van ser adaptats per a la circumstància excepcional de la COVID-19. Després de la pandèmia, el fort impuls de l'economia en reprendre l'activitat va afavorir una forta creació d'ocupació a totes les economies desenvolupades, entre elles Espanya, que avui compta amb 1,4 milions d'afiliats més que el 2019. En segon lloc, en el cas espanyol, la reforma laboral aprovada el 2022 ha permès reduir l'alta taxa de temporalitat del mercat laboral, ja que ha restringit la contractació temporal i ha ampliat, al mateix temps, la flexibilitat de la contractació indefinida, de manera que s'han reduït les entrades i les sortides de l'atur.[3] Aquesta major flexibilitat és deguda, principalment, al major ús dels contractes fixos discontinus, que permeten adaptar la naturalesa temporal de moltes feines a Espanya, com el turisme o l'agricultura, i que doten de més estabilitat laboral els treballadors.

1. La TAE és la taxa d'atur compatible amb una inflació pròxima a l'objectiu del banc central, i per això també s'anomena taxa d'atur no acceleradora dels preus (NAIRU). La TAE no és directament observable, i hi ha diferents metodologies per calcular-la. Per a més detalls, vegeu Romero, M. i Fuentes, D. (2017), «Tasa de paro estructural en la economía española: estimaciones, consecuencias y recomendaciones», Cuadernos de Información Económica, ISSN, 1.132-9.386.
2. Segons l'estimació del Pla d'Estabilitat 2023-2026 del Govern d'Espanya, la TAE s'ha reduït en 2,2 p. p. entre el 2018 i el 2022, fins a assolir el 10,3%.
3. Malgrat que s'hagi reduït la temporalitat «teòrica» (contractual), a la pràctica, persisteix una alta temporalitat laboral, amb curts períodes d'ocupació i amb canvis freqüents de feina. Vegeu Conde-Ruiz, J. I. *et al.* (2023), «Reforming Dual Labor Markets: "Empirical" or "Contractual" Temporary Rates?», Estudios sobre la Economía Española, 2023/36, FEDEA.

***UE: taxa d'atur estructural per països***

*(%)*




***Notes:*** *Estimacions de la taxa d'atur estructural (NAWRU) realitzades per la Comissió Europea (AMECO) i pel Govern d'Espanya en el Pla d'Estabilitat 2023-2026. * 2026 per a l'estimació d'Espanya per part del Govern.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (AMECO) i del Govern d'Espanya (Pla d'Estabilitat 2023-2026).*

Malgrat que sembla que Espanya està fent els deures, encara continua sent el pitjor alumne de la UE: presenta la TAE més elevada de la regió (l'11,0% el 2022, segons AMECO), per davant d'Itàlia (el 9,2%) o de Grècia (el 9,4%). Recordem que una TAE elevada comporta una infrautilització de la capacitat productiva d'una economia, així com l'exclusió laboral d'una gran part de la societat, de manera que combatre-la és primordial. Per reduir-la, es requereixen millores en tres fronts: una major demanda d'ocupació, una major oferta d'ocupació i un millor aparellament entre l'una i l'altra.

La demanda d'ocupació per part de les empreses augmentaria amb un major creixement econòmic. El conjunt de polítiques per incrementar el creixement és ampli i inclou polítiques encaminades a les transformacions verda i digital o a una major competència als mercats de béns i serveis.[4] En totes elles el sector públic podria tenir un paper essencial, ja que l'impuls de les reformes estructurals permetria un major creixement econòmic i un major dinamisme empresarial. Malgrat que les dues últimes reformes laborals esmentades al principi són un bon exemple, falta impuls reformador, com ja ho han recomanat a Espanya diferents institucions, com la Comissió Europea, l'OCDE o l'FMI. Per poder desenvolupar reformes reestructurals de manera satisfactòria, cal també una bona qualitat institucional,[5] un àmbit en què Espanya té marge de millora en diversos aspectes (vegeu el segon gràfic).

L'oferta d'ocupació disponible pot augmentar si s'incrementen els incentius per treballar per als aturats i si es mi-

4. Per a una revisió exhaustiva de les polítiques encaminades a millorar el creixement econòmic, vegeu OCDE (2023), «Going for Growth: Economic Policy Reforms 2023».
5. Vegeu Masuch, K., Modery, W., Setzer, R. i Zorrell, N. (2023), The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness, BCE Blog.

llora la formació i l'ocupabilitat de la població, inclosa la que està inactiva en un moment donat. Diferents estudis mostren que proveir incentius per al retorn a la feina augmenta la probabilitat que tingui lloc.[6] La reforma recent del subsidi d'atur va encaminada parcialment en aquesta direcció, ja que, malgrat augmentar la quantia del subsidi, aquesta quantia es redueix de forma progressiva a mesura que passen els mesos, i es compatibilitza la percepció del subsidi amb la realització d'un treball per compte d'altri durant 180 dies. La clau de l'èxit de la reforma seran els itineraris d'acompanyament per ajudar els receptors del subsidi a buscar i a acceptar feines. Cal no perdre de vista que la millora de la formació i de l'ocupabilitat dels treballadors és també una altra manera de reduir l'atur. Un exemple clar és l'FP, una formació més lligada a les demandes del mercat laboral (la qual cosa permet una major protecció davant l'atur, així com una major participació al mercat laboral al llarg de la vida laboral),[7] però menys desenvolupada a Espanya que en altres països, com Alemanya.

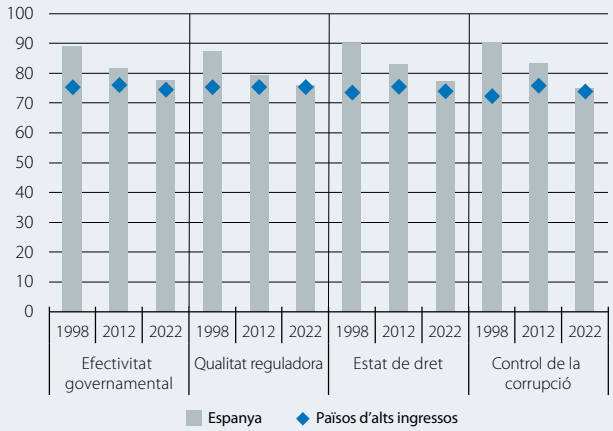
Finalment, un millor encaix de la demanda i de l'oferta possibilitaria una reducció del nivell d'atur estructural. Aquesta disfuncionalitat del mercat laboral espanyol es veu reflectida en el nombre creixent de vacants sense cobrir, un fenomen que es dona al mateix temps que tenim una taxa d'atur elevada, la qual cosa llasta la productivitat i la plena utilització de la capacitat productiva. Aquest problema s'ha anat estenent i no solament afecta els perfils més especialitzats. Les seves causes són variades, des de barreres econòmiques i culturals a la mobilitat geogràfica fins a deficiències en la informació de la disponibilitat de llocs de treball. En aquest sentit, les polítiques actives d'ocupació tenen un paper important, ja que acompanyen els aturats en la recerca de feina i en la formació en habilitats demandades al mercat de treball. A Espanya, però, el pes de la despesa en polítiques actives d'ocupació és baix, tant en termes absoluts com en proporció al pes de les polítiques passives (vegeu el tercer gràfic). Així mateix, en l'actualitat, només una petita proporció dels aturats troben feina a través dels serveis públics d'ocupació, de manera que seria útil millorar l'eficiència de les polítiques actives,[8] amb un major èmfasi en el suport personalitzat als demandants de feina (per exemple, amb un perfilat estadístic, amb models predictius d'ofertes laborals que s'ajustin al perfil de l'empleat, etc.). El problema no solament existeix a Espanya: un país veí com França està reforçant de forma exhaustiva els serveis d'acompanyament dels aturats. En la recent reforma laboral, aprovada amb l'objectiu d'assolir la plena ocupació,[9] un dels canvis clau és que els aturats duguin a terme almenys 15 hores setmanals d'activitats dedicades a la reinserció laboral. D'altra banda, la necessitat d'un millor ajust entre la demanda i l'oferta d'ocupació a Espanya també s'observa en l'alta taxa de sobrequalificació, molt superior a la dels països del nostre entorn.[10]

Com hem vist, reduir l'atur estructural no és una tasca fàcil i requereix l'activació de diverses palanques. Acostar-se a la plena ocupació és una fita que hauria de generar consens i que significaria una gran millora social, ja que reduiria l'exclusió laboral d'una gran part de la societat.

*Josep Mestres Domènech*

### *Espanya: qualitat institucional*

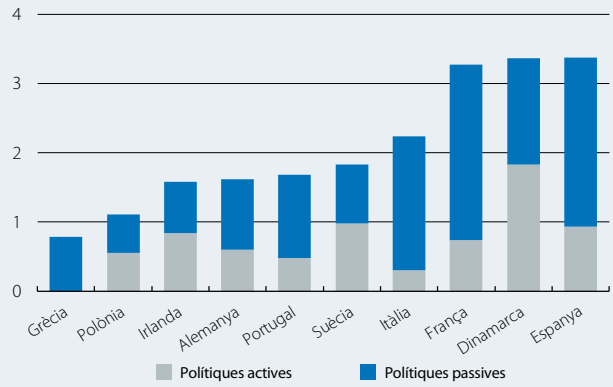
*Rang de percentil*




***Notes:*** *El rang de percentil indica el percentatge de països de tot el món que se situen en una categoria inferior de l'entitat territorial escollida, amb 0 com el valor més baix i 100 com el més alt. Els països d'alts ingressos corresponen a la mitjana dels països de l'OCDE amb una renda bruta per capita superior als 13.206 dòlars.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial (World Bank Worldwide Governance Indicators).*

### *Despesa en polítiques d'ocupació actives i passives*

*(% del PIB)*




***Nota:*** *Despesa mitjana realitzada el 2019-2020 en percentatge del PIB.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (OECD Economic Surveys: Spain 2023-Database on labour market programmes).*

6. Martínez Jorge, Á. (2023), «¿Qué sabemos sobre los efectos de modificar las prestaciones y los subsidios por desempleo en España?», EsadeEcPol Policy Reaction.
7. Sobre aquesta qüestió, vegeu l'anàlisi de CaixaBank Dualiza al seu últim «Informe 2023 - Observatorio de la Formación Profesional en España».
8. Vegeu OCDE (2023), «OECD Economic Surveys: Spain 2023», OECD Publishing, París.
9. Vegeu la Loi du 18 décembre 2023 pour le plein emploi.
10. Per a més informació sobre la sobrequalificació a Espanya, vegeu el Focus «Canvis en el nivell educatiu dels ocupats espanyols», en aquest mateix *Informe Mensual*.

# Canvis en el nivell educatiu dels ocupats espanyols

Un dels aspectes més positius del comportament de l'economia espanyola és la fortalesa del mercat laboral: el volum d'ocupació supera (dada del 3T 2023) el nivell prepandèmia (4T 2019) en 1,3 milions (el 6,5%). En aquest Focus, analitzem com s'ha comportat la creació d'ocupació durant aquest període en funció del sector d'activitat, del nivell educatiu dels ocupats i de les categories professionals, que ha reflectit el canvi progressiu en els perfils de les feines demandades per les empreses, motivat, principalment, per la generalització de les noves tecnologies i per la digitalització de l'economia.

En el bon comportament de l'ocupació després de la pandèmia, destaquen les activitats professionals, científiques i tècniques i d'informació i comunicacions. En general, són activitats amb més contingut tecnològic i amb una mà d'obra més qualificada i que han aportat gairebé el 26% de l'ocupació creada (uns 334.000 treballadors), quan el seu pes en el volum total és del 9,3% (el 8,2% abans de la pandèmia). També destaquen les activitats sanitàries i de serveis socials, l'ús de les quals, arran de la pandèmia (i també de l'envelliment), ha augmentat en relació amb el final del 2019 en gairebé 295.000 persones, fins a representar el 9,6% del total d'ocupats (el 8,7% el 2019). En canvi, s'ha destruït ocupació, sobretot, en distribució i depuració d'aigua (–13.000 ocupats), a les arts gràfiques (–32.000) i, en especial, al sector agropecuari (–92.000).

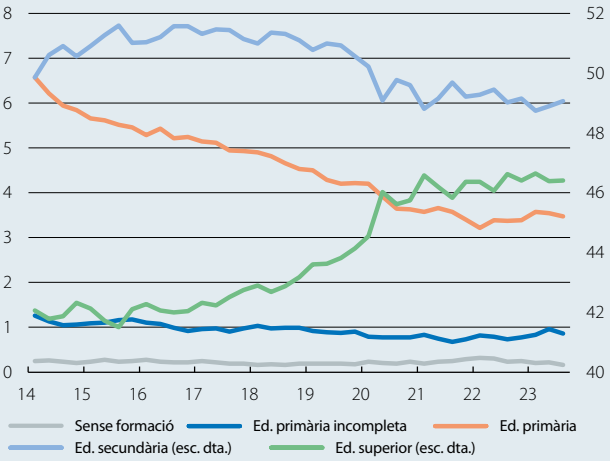
Així mateix, el nombre de treballadors amb més nivell educatiu ha crescut molt per damunt de la resta: els ocupats amb educació superior (formació professional de grau superior i títols universitaris) han augmentat gairebé el doble que la mitjana, el 12,0%. D'aquesta manera, el 46,4% dels ocupats espanyols tenen estudis superiors, 2,3 punts més que abans de la crisi pandèmica i significativament per damunt de la mitjana de la zona de l'euro (el 39,0%). De l'augment de l'ocupació durant el període (1,3 milions), el 81,4% (gairebé 1,1 milions) correspon a treballadors amb educació superior, mentre que els treballadors amb secundària han crescut en 340.000, i el treballadors amb educació primària o inferior s'han reduït en 98.000.

Tenint en compte la nacionalitat dels ocupats, el pes dels treballadors estrangers o amb doble nacionalitat amb formació superior sobre el total d'ocupats amb formació superior ha crescut lleugerament des del 2019 (l'11,9% *vs*. el 10,8%). De l'augment dels ocupats estrangers des del final del 2019 (816.000), el 27,8% tenien formació superior i el 61,6% secundària (el 10,5% restant, primària o inferior).

No obstant això, malgrat l'augment del percentatge d'ocupats amb titulació superior, Espanya té la taxa de sobrequalificació més elevada d'Europa, reflex del fort desajustament entre els perfils demandats per les empreses i els

### *Espanya: ocupats per nivell de formació*

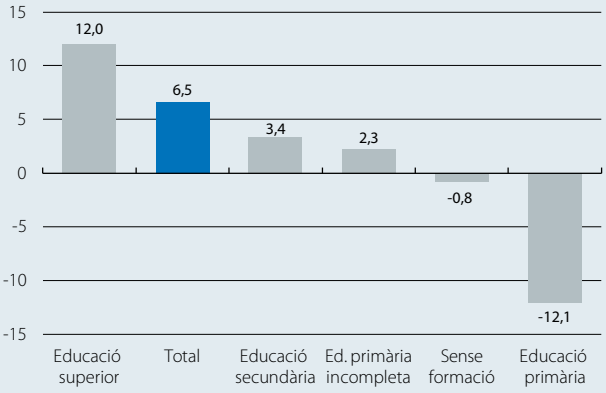
*(% sobre el total)*




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

### *Espanya: ocupats per nivell de formació*

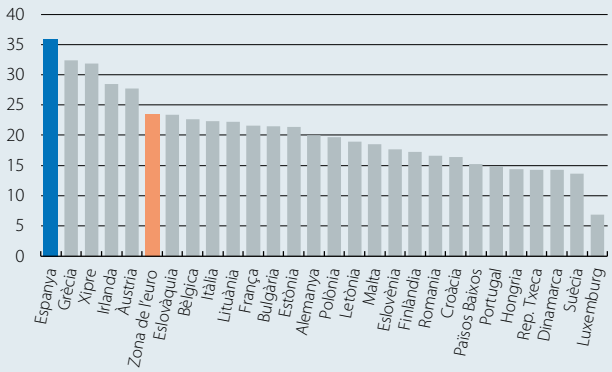
*Variació des del 4T 2019 (%)*




***Nota:*** *Dada del 3T 2023.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

### *UE: taxa de sobrequalificació*

*(%)*




***Notes:*** *Dades del 2022. Ocupats de 20 a 64 anys amb titulació superior (educació terciària) que no treballen en feines associades* a priori *amb aquesta titulació (directius, científics, intel·lectuals i tècnics).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

oferts pels treballadors: el 35,9% dels ocupats amb aquesta titulació no treballen en feines associades *a priori* amb les titulacions universitàries (dada del 2022), en relació amb el 23,5% a la zona de l'euro.[1] Però la sobrequalificació no solament afecta els treballadors amb més formació: una quarta part dels que tenen ensenyament secundari superior (formació professional de segona etapa i batxillerat) treballen en feines que requereixen menys qualificació, la qual cosa pot estar relacionada amb un efecte *crowding out*:[2] els titulats superiors desplacen els treballadors amb educació secundària cap a feines més bàsiques.

El problema de la sobrequalificació afecta encara amb més intensitat la població immigrant, un fenomen generalitzat a la UE i més marcat en el cas d'Espanya: el 52,2% dels treballadors estrangers al nostre país estan sobrequalificats, segons la definició d'Eurostat, en relació amb el 34,5% en el cas dels treballadors espanyols (els percentatges per a la zona de l'euro són del 36,6% per als estrangers i del 22,4% per als nacionals).

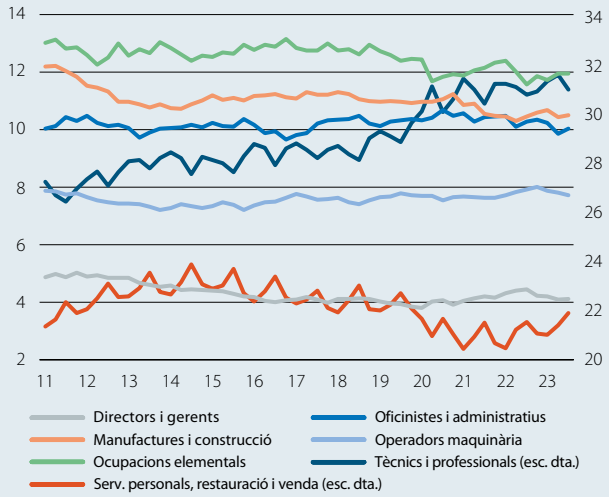
Considerant la categoria ocupacional dels treballadors, les feines que, en principi, requereixen més qualificació (directors, gerents, tècnics i professionals) han anotat taxes de creixement de doble dígit i han augmentat el seu pes en el total en gairebé 2 punts, fins al 35,2%; els operadors d'instal·lacions i maquinària també creixen per damunt de la mitjana (el 6,6%) i mantenen el seu pes en el 7,8% del total. En canvi, les feines en què ha crescut menys l'ocupació són, principalment, de qualificació mitjana-baixa: els empleats terciaris (serveis personals, de restauració o venda) creixen el 5,6%, fins al 21,9% del total, 3 dècimes menys que abans de la pandèmia; els empleats administratius creixen el 3,1% i representen el 10,1% del total (*vs*. el 10,4%); els treballadors de la indústria manufacturera i de la construcció creixen el 2,4%, fins al 10,6% (*vs*. l'11,0%), i les feines elementals amb prou feines ho fan el 2,1%, fins al 12,0% (*vs*. el 12,5%).

Del que s'ha comentat fins ara es desprèn que, tant en termes absoluts com relatius, la bretxa entre treballadors més qualificats (que han augmentat en gairebé 1,1 milions i 2,3 punts de pes) i treballadors ocupats en feines en teoria més qualificades, amb independència del nivell d'estudis (783.000 persones i 1,7 punts més), s'ha ampliat, la qual cosa mostra un excés d'oferta de treballadors qualificats en determinats perfils laborals o una falta d'adequació de l'oferta a les qualificacions demandades per les empreses en aquestes feines.

En definitiva, el nivell educatiu de la població és un factor determinant de la productivitat i de l'ocupació. En un país amb desajustaments educatius elevats, reflectits en les dificultats de les empreses a l'hora de trobar els perfils adequats per cobrir les vacants existents, i amb el hàndicap afegit de l'envelliment demogràfic, que limita el creixement de la població activa i complica la recerca de talent,[3] cal continuar insistint en la necessitat de fomentar la inversió en capital humà i d'adaptar el sistema educatiu a les noves competències demandades pel mercat, de manera que augmenti l'aprofitament de la formació en capital humà.

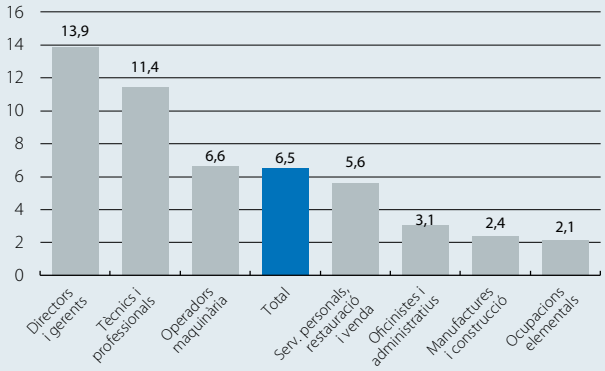
*Sergio Díaz Valverde*

**Espanya: ocupats per categories ocupacionals**
*(% sobre el total)*




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

**Espanya: ocupats per categories ocupacionals**
*Variació des del 4T 2019 (%)*




***Nota:*** *Dades del 3T 2023.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

1. Aquest percentatge s'ha reduït lleugerament en relació amb la mitjana del 2014-2019 (el 36,8%).
2. Vegeu FEDEA (2023), «Observatorio Trimestral del Mercado de Trabajo», Boletín número 6, setembre.
3. Vegeu SEPE (2023), «Desajuste educativo en el mercado de trabajo en España», Cuadernos del Mercado de Trabajo, octubre, i Randstad Research (2023), «El mundo del empleo tras dos años de pandemia».

# La importància dels costos intermedis en les dinàmiques de la inflació a Espanya

## Les fases del cicle inflacionista recent

El cicle inflacionista que l'economia espanyola està travessant des del principi del 2022 es pot caracteritzar en tres fases: l'impacte directe, l'efecte contagi i els efectes de segona ronda. L'impacte directe va tenir l'origen en un xoc d'oferta que es va originar amb els problemes de subministraments arran de la pandèmia al començament del 2021 i que es va intensificar el 2022 amb la crisi energètica derivada de la guerra d'Ucraïna.

L'efecte indirecte o contagi es produeix amb el trasllat del xoc inicial a altres partides de la cistella de consum. L'energia és un *input* clau per a altres productes, de manera que un increment en els preus de l'energia pot acabar repercutint en altres partides si es trasllada al preu final del producte. Com podem observar al primer gràfic, tot i que la contribució de l'energia a la inflació general ha estat negativa en l'últim any, l'impacte del seu encariment encara persisteix a través de l'efecte indirecte sobre la resta de partides.

Finalment, els efectes de segona ronda se solen activar per intentar compensar la pèrdua de poder adquisitiu. Si els agents preveuen un augment sostingut de la inflació en el temps, les pressions per apujar els salaris augmenten, amb la finalitat de protegir la capacitat adquisitiva dels treballadors, i les empreses incrementen els marges per protegir els beneficis. Aquestes dinàmiques poden, al seu torn, generar una nova font de pressió a l'alça sobre els preus i alimentar, així, una espiral inflacionista. En la conjuntura actual, ara com ara, no apreciem efectes de segona ronda de gran importància: segons les dades internes de CaixaBank, el creixement dels salaris va tocar sostre en el 2T i en el 3T 2023, amb unes taxes de creixement superiors al 4% interanual, i, des del novembre, s'observen els primers indicis de moderació (el 3,5% interanual). Per la seva banda, després de caure amb força durant la pandèmia, els marges empresarials amb prou feines han recuperat el nivell prepandèmia.[1]

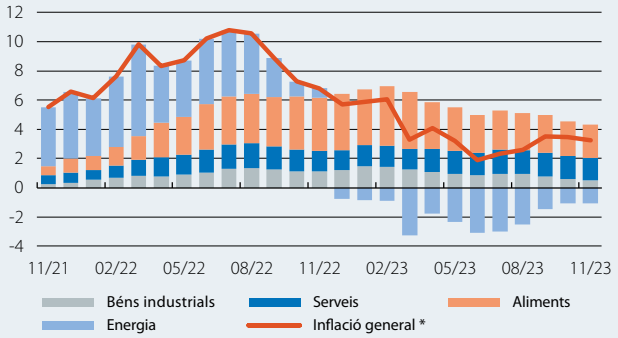
## El paper dels costos intermedis

Contenir el desencadenament dels efectes de segona ronda és clau per assegurar l'estabilitat dels preus. En aquest sentit, l'evolució dels costos intermedis és determinant. En concret, el preu final dels béns i dels serveis que consumim és el resultat de la suma dels següents components: el preu dels consums intermedis necessaris per a la seva producció, la remuneració del treball, els impostos i el benefici empresarial (també anomenat excedent brut d'explotació, EBE). El pes dels consums intermedis en el preu final va ser, de mitjana, del 49% durant el període 2014-2019.

La suma dels costos intermedis, de la remuneració del treball, dels impostos i de l'EBE és el que anomenem producció nacional.[2] En deflactar aquesta sèrie, obtenim una mesura de l'evolució general dels preus, que, com veiem al segon gràfic, presenta un comportament similar al de l'IPC. Això permet obtenir una aproximació del paper de cada component en l'evolució de l'IPC.[3]

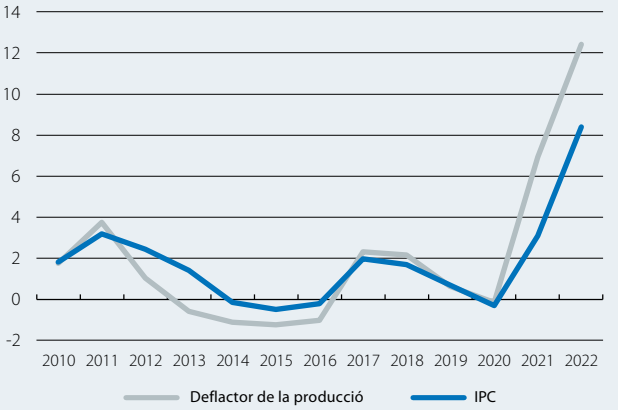
Tal com veiem al tercer gràfic, el 2021 i el 2022, una gran part de l'augment de preus va venir donat per un aug-

*Espanya: contribució a la inflació per components*
*(p. p.)*




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

*Espanya: deflactor de la producció nacional vs. IPC*
*Variació interanual (%)*




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

1. Vegeu l'informe trimestral de l'Observatori de Marges Empresarials (OME).

2. La producció nacional també es pot definir com el PIB més els costos intermedis menys els impostos nets sobre els productes.
3. L'evolució no és la mateixa perquè, entre altres raons, la cistella de productes i de serveis que entren a l'IPC no coincideix amb la de la producció nacional.

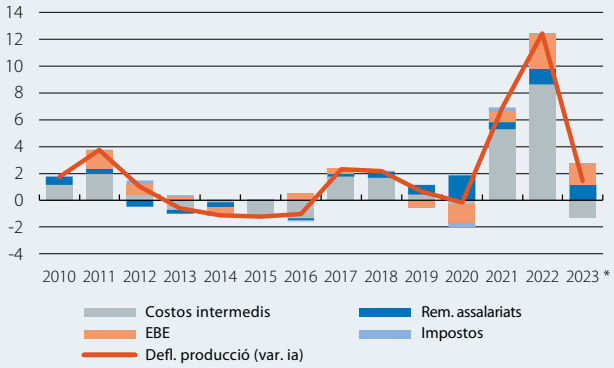
ment substancial de la contribució dels costos intermedis, molt relacionat amb el fort encariment de l'energia. No obstant això, la intensa moderació del preu dels consums intermedis el 2023 ha permès compatibilitzar un menor creixement dels preus i un major creixement dels salaris i dels beneficis empresarials.

De cara al 2024, preveiem una evolució modesta dels costos intermedis. En els tres primers trimestres del 2023, els preus dels costos intermedis van créixer l'1,1% en relació amb els tres primers trimestres del 2022, molt per sota del creixement del 20,3% anual del 2022, i la moderació recent del preu de l'energia no fa preveure un canvi de tendència. Així, tot fa pensar que, el 2024, els costos intermedis continuaran creixent per sota del 2%, la qual cosa hauria de fer compatible una recuperació gradual del poder adquisitiu dels salaris amb la convergència de la inflació cap a l'objectiu del 2%.

*Oriol Carreras Baquer i Zoel Martín Vilató*

***Espanya: contribució al deflactor de la producció nacional***

*(p. p.)*




***Nota:*** ** El 2023 correspon als tres primers trimestres de l'any, dels quals ja es disposa de dades.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de l'AEAT.*

## Indicadors d'activitat i ocupació

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

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | 8,8 | 2,8 | 0,8 | 1,3 | –1,8 | –2,1 | –1,5 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | 0,6 | –0,8 | –5,3 | –4,4 | –5,3 | –8,3 | –8,6 | –9,7 | ... |
| PMI de manufactures *(valor)* | 57,0 | 51,0 | 45,6 | 50,1 | 48,5 | 47,3 | 45,1 | 46,3 | 46,2 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | 4,7 | 15,4 | 2,6 | –1,8 | 1,7 | 4,2 | 2,2 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)* | 9,6 | 29,0 | 17,4 | 10,2 | 3,5 | –3,0 | –7,3 | ... | ... |
| Preu de l'habitatge | 3,7 | 7,4 | 5,5 | 3,5 | 3,6 | 4,5 | – | – | – |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)* | 64,7 | 129,8 | 129,8 | 90,7 | 40,6 | 21,8 | 19,7 | 19,2 | ... |
| PMI de serveis *(valor)* | 55,0 | 52,5 | 50,8 | 56,3 | 56,0 | 50,9 | 51,1 | 51,0 | 51,5 |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | 5,1 | 0,9 | 1,9 | 6,6 | 6,1 | 6,9 | 5,3 | 5,2 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | 158,0 | –3,0 | 2,6 | 45,5 | 9,9 | 6,9 | 18,1 | 7,0 | 10,6 |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –12,9 | –26,5 | –27,9 | –22,7 | –19,2 | –15,8 | –19,8 | –19,6 | ... |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada [1] | 3,0 | 3,1 | 1,4 | 1,8 | 2,9 | 3,5 | – | – | – |
| Taxa d'atur (% de la població activa) | 14,8 | 12,9 | 12,9 | 13,3 | 11,6 | 11,8 | – | – | – |
| Afiliats a la Seguretat Social [2] | 2,5 | 3,9 | 2,7 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,7 |
| **PIB** | **6,4** | **5,8** | **3,8** | **4,1** | **2,0** | **1,8** | – | – | – |

## Preus

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

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 3,1 | 8,4 | 6,6 | 5,1 | 3,1 | 2,8 | 3,5 | 3,2 | 3,1 |
| Subjacent | 0,8 | 5,1 | 6,5 | 7,6 | 6,2 | 6,0 | 5,2 | 4,5 | 3,8 |

## Sector exterior

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

| | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 21,2 | 22,9 | 22,9 | 20,5 | 12,3 | 4,5 | 3,1 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 24,8 | 33,4 | 33,4 | 24,0 | 10,7 | –1,2 | –3,5 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **9,3** | **8,2** | **8,2** | **22,1** | **28,2** | **35,2** | **37,8** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | 11,8 | 16,3 | 16,3 | 31,6 | 42,8 | 54,6 | 57,1 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | –2,5 | –8,1 | –8,1 | –9,5 | –14,6 | –19,4 | –19,3 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **20,1** | **20,7** | **20,7** | **36,3** | **42,1** | **49,4** | **52,5** | **...** | **...** |

## 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 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 6,1 | 4,9 | 3,8 | 1,7 | 0,4 | –0,3 | 0,0 | ... | ... |
| A la vista i estalvi | 10,3 | 7,9 | 5,0 | 0,3 | –4,0 | –6,9 | –7,7 | –7,8 | –15,0 |
| A termini i preavís | –24,4 | –19,7 | –7,3 | 7,7 | 40,1 | 69,5 | 79,5 | 89,4 | 155,0 |
| Dipòsits d'AP | 15,5 | 9,6 | –3,2 | 7,4 | 6,8 | 11,3 | 14,2 | 13,6 | 11,0 |
| **TOTAL** | **6,7** | **5,2** | **3,2** | **2,1** | **0,8** | **0,5** | **0,9** | **...** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** | | | | | | | | | |
| Sector privat | 0,3 | 0,7 | 0,5 | –0,9 | –2,2 | –3,4 | –3,9 | –3,8 | –3,3 |
| Empreses no financeres | 1,1 | 0,9 | 0,9 | –1,0 | –2,7 | –4,6 | –5,6 | –5,6 | –4,7 |
| Llars - habitatges | 0,2 | 1,0 | 0,2 | –1,2 | –2,4 | –3,4 | –3,3 | –3,4 | –3,5 |
| Llars - altres finalitats | –1,2 | –0,6 | –0,1 | –0,1 | –0,4 | 0,0 | –1,1 | 0,0 | 0,7 |
| Administracions públiques | 15,3 | 0,2 | –1,1 | –0,2 | –3,3 | –4,6 | –5,9 | –7,1 | –1,0 |
| **TOTAL** | **1,1** | **0,7** | **0,4** | **–0,9** | **–2,3** | **–3,4** | **–4,0** | **–4,0** | **–3,2** |
| **Taxa de morositat (%)[4]** | **4,3** | **3,5** | **3,7** | **3,5** | **3,5** | **3,5** | **3,6** | **...** | **...** |

***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.*

# Bons senyals de l'economia portuguesa en el tram final del 2023

**En el tram final del 2023, els indicadors d'activitat van mostrar una tendència de recuperació després de la pèrdua d'embranzida patida en el 3T**. Així, l'indicador d'activitat diària va anotar un dinamisme creixent al llarg del desembre, de manera que, en el conjunt del 4T, el creixement interanual va superar el 6%, en relació amb el 2% del 3T. Els indicadors de consum també van agafar impuls al final de l'any: les vendes al detall, sense incloure els carburants, van augmentar el 2,3% al novembre i les vendes d'automòbils es van accelerar al desembre i van contribuir a un avanç del 7,9% interanual en el conjunt del 4T. Aquest comportament va anar acompanyat d'una millora del sentiment de les llars, gràcies a l'impacte sobre el poder adquisitiu de la forta correcció de la inflació, que, al desembre, va baixar a l'1,4%.

Així mateix, el sector turístic, tenint en compte el nombre de vols i les compres realitzades amb targetes de no residents, va mostrar una evolució favorable en l'últim trimestre de l'any. El nombre de vols va créixer el 7,2% interanual en el 4T, i la despesa amb targetes es va accelerar a l'octubre i al novembre en relació amb el 3T, la qual cosa suggereix que el sector continuarà contribuint a reforçar la capacitat de finançament de l'economia enfront de l'exterior, que, en el 3T, va assolir el 2,7% del PIB, el nivell més alt des del 2013.

Aquestes dades apuntarien al fet que, en el 4T, el PIB podria haver crescut al voltant del 0,3% intertrimestral.

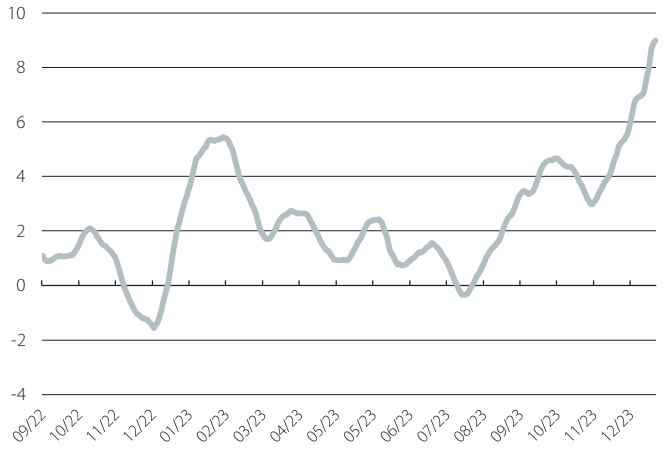
**Els comptes públics mantenen una evolució favorable, i l'execució pressupostària fins al novembre registra un superàvit del 2,7% del PIB** (un cop exclosa la transferència del Fons de Pensions de la CGD a la CGA), gràcies al notable avanç dels ingressos (el +10,4% interanual), molt superior al de les despeses (el +5,8%). Al seu torn, el deute públic va caure al novembre per quart mes consecutiu i va assolir el nivell més baix des del novembre del 2020, el 102% del PIB, per sota del que el Govern esperava per al final de l'any (el 103%).

**El mercat de l'habitatge es manté puixant**, i les dades del 3T 2023 prolonguen l'apreciació de l'índex de preus de l'habitatge (IPV), amb un avanç de l'1,8% intertrimestral i del 7,8% interanual, tot i que a un ritme més moderat que en el trimestre anterior. Les transaccions també van augmentar (el +2%), impulsades pel creixement de les vendes d'immobles nous (el +12%), mentre que les compravendes d'habitatges de segona mà van anotar un lleuger descens (el –1%).

**Malgrat el bon to de l'activitat, el mercat laboral mostra un afebliment progressiu**. L'atur registrat a les oficines d'ocupació va augmentar al novembre per cinquè mes consecutiu (el +5,3% interanual) i va assolir el nivell més alt des del febrer del 2023. Aquest augment mensual de l'atur va ser degut, principalment, a dos sectors, allotjament i restauració i serveis immobiliaris, administratius i de suport. De la mateixa manera, les xifres d'acomiadaments continuen sorprenent negativament (el +51% al novembre) i, tot i que no assoleixen un nivell significatiu (representa al voltant del 0,3% de la població ocupada), no deixen de ser un senyal d'alarma. En la mateixa línia, el nombre de prestacions per atur va augmentar el 3,9% al novembre (el +8,1% interanual).

### *Portugal: indicador diari d'activitat **

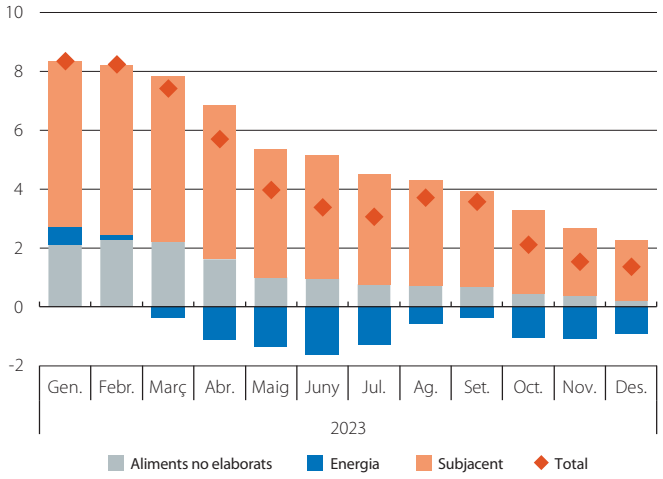
*Variació interanual (%)*




***Nota:*** ** Mitjana mòbil mensual.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BdP de Portugal.*

### *Portugal: IPC*

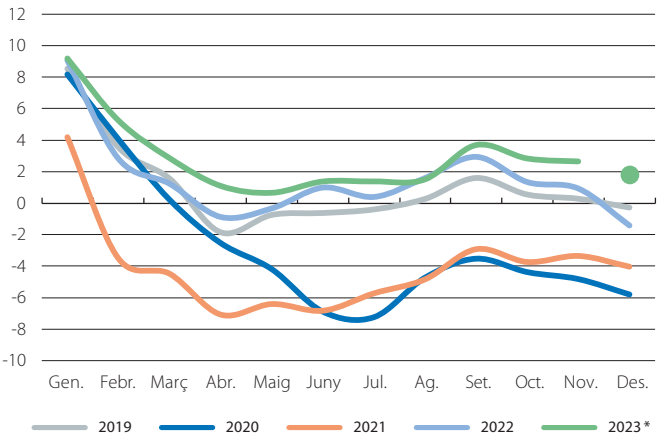
*Contribució a la variació interanual (%)*




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

### *Portugal: saldo pressupostari **

*(% del PIB)*




***Notes:*** ** Corregida la transferència del Fons de Pensions de la Caixa Geral de Dipòsits (CGD) a la Caixa Geral de Aposentações (CGA). El punt representa l'estimació del Govern per al final de l'any.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

# El turisme a Portugal en la temporada alta del 2023

En els tres anys previs a la pandèmia, les pernoctacions del 3T van representar una mitjana pròxima al 40% de les pernoctacions anuals. Per tant, que el turisme superi o no els nivells prepandèmia el 2023 depèn, en gran part, dels resultats d'aquest període.

Tenint en compte el nombre d'hostes allotjats als establiments turístics, al setembre del 2023, ja s'havia superat amb escreix el nivell prepandèmia, tant per als turistes residents com per als no residents (vegeu el primer gràfic). Va haver-hi més de 23 milions de turistes, la qual cosa situa la previsió de CaixaBank Research per al conjunt del 2023 (29,8 milions d'hostes, el 12% per damunt del nivell del 2019) en un nivell perfectament assolible, sempre que els resultats de l'últim trimestre estigui en línia amb el que va succeir el 2022.

Si ens centrem en el 3T 2023, a l'agost, es va registrar un rècord de pernoctacions en hotels que va superar els 10 milions en el mes. Aquest comportament va ser degut a les elevades taxes de creixement dels turistes estrangers, entre els quals van destacar els procedents dels EUA (el +62% en relació amb el 3T 2019), el Canadà (el +49%) i Suïssa (el +27%). Malgrat això, si comparem aquestes xifres amb les del mateix període del 2022, no podem ser optimistes en tots els àmbits, ja que el turisme resident es va estancar en relació amb l'any anterior, i, de fet, les pernoctacions van caure el 4%.

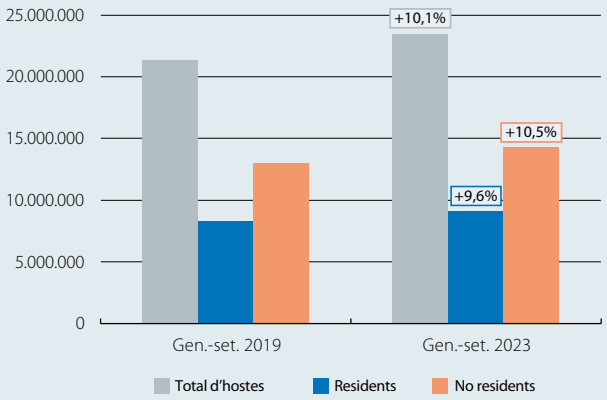
No obstant això, cal tenir en compte que s'ha produït un cert efecte base en les xifres de turisme resident del 3T 2023, que, a diferència del turisme estranger, ja havia superat els nivells prepandèmia un any abans, de manera que no és estrany que presenti taxes de creixement inferiors. A més a més, les pernoctacions de residents continuen sent superiors a les d'abans de la pandèmia (el 6%) i, per tant, es mantenen en nivells elevats.

Veient el detall per regions d'aquesta caiguda de les pernoctacions de residents en relació amb el 3T 2022, s'observa que no va ser homogènia a totes les regions del país (vegeu el tercer gràfic). El que explica gairebé el 90% del descens és la davallada de les pernoctacions a l'Algarve. Diversos factors expliquen aquest comportament. D'una banda, es prolonga l'auge del turisme rural, que continua creixent i consolidant-se després de l'impuls rebut amb la pandèmia, en un moment en què es buscava un major aïllament social. Sembla que això queda corroborat pel fet que els ingressos per aquesta mena d'allotjament van augmentar en el 3T 2023 en relació amb el 3T 2022, i les regions on van augmentar les pernoctacions tenen un major protagonisme d'aquest turisme.

A més a més, aquest comportament reflecteix una reorientació dels turistes cap a opcions més barates o, en al-

### *Portugal: nombre d'hostes*

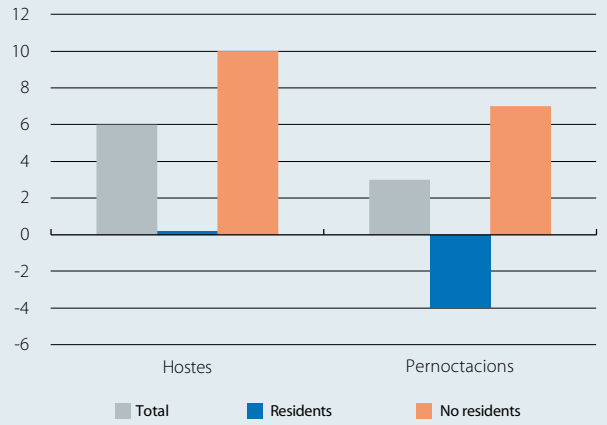
*Comparació 2023 vs. 2019*




***Nota:*** *Dades acumulades en els nou primers mesos de cada any.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

### *Portugal: hostes i pernoctacions*

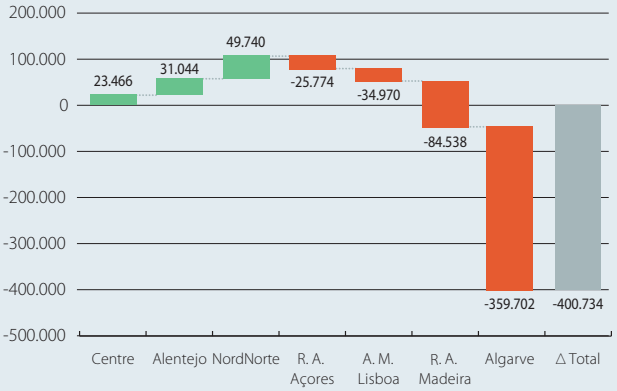
*Variació 3T 2023 vs. 3T 2022 (%)*




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

### *Portugal: variació anual en el 3T 2023 de les pernoctacions de residents per regió de destinació*

*Nombre*




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

guns casos, cap a estades més curtes. Així, el RevPar[1] (64,8 euros en el 3T 2023) de les regions on les pernoctacions van créixer és significativament inferior al RevPar de les regions on les pernoctacions van caure (109,6 euros). A la regió de l'Algarve, que, a l'agost del 2023, va registrar el RevPar més alt de totes les regions (157,9 euros),[2] és on més es van reduir les pernoctacions dels residents, ja que els operadors hotelers van optar per posicionar-se en el turisme estranger i en segments superiors.

El desviament cap a destinacions a l'estranger també explica el feble comportament del turisme resident, la qual cosa es pot apreciar en les dades de la balança de pagaments de viatges i turisme. El creixement global dels pagaments a l'exterior d'aquesta partida va ascendir, en el 3T 2022, al 12,1%, i aquí destaca, en especial, el fort avanç dels realitzats a Espanya.

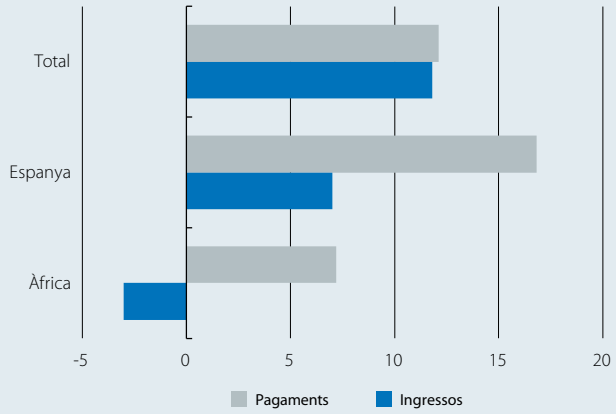
Malgrat la falta d'embranzida del turisme nacional, el balanç de la temporada turística per al sector va ser molt positiu. Els ingressos totals dels establiments d'allotjament turístic van ser, en el 3T 2023, el 30% superiors, en termes reals, als del mateix trimestre del 2019 (vegeu l'últim gràfic) i el 13% superiors als del mateix trimestre del 2022.

De cara al 2024, esperem que el sector mantingui la senda de creixement, tot i que a un ritme menor, condicionat, entre altres motius, per la desacceleració de l'activitat econòmica als principals països emissors.

*Tiago Belejo Correia*

### *Portugal: balança de pagaments de viatges i turisme*

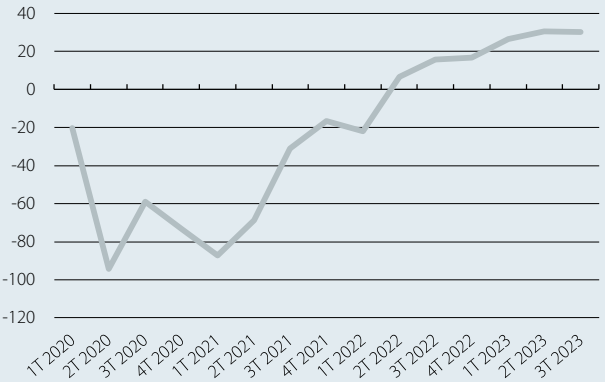
*Variació 3T 2023* vs. *3T 2022 (%)*




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

### *Portugal: balança de pagaments de viatges i turisme*

*Variació 3T 2023* vs. *3T 2022 (%)*




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

1. El RevPar (*revenue per available room*) o ingrés per habitació disponible es calcula com el percentatge d'habitacions ocupades per la tarifa mitjana diària (ADR, per les sigles en anglès).
2. El RevPar mitjà entre el juny i l'agost a l'Algarve va ser de 124,7 euros (92,8 euros en el total del país), amb un avanç del 5% interanual. A Europa, el RevPar mitjà per al mateix període de l'any va ser de 117 euros (dades de la web especialitzada airdna.co). La taxa d'ocupació a Portugal va ser la més alta d'Europa a l'estiu, també segons AirDNA.

## 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 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Índex coincident d'activitat | 3,6 | 5,8 | 3,7 | 3,7 | 3,4 | ... | 2,9 | 2,6 | ... |
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | 4,5 | 0,4 | 1,0 | –5,0 | –4,6 | ... | –1,1 | –1,1 | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –5,3 | –3,4 | –5,0 | –5,6 | –9,4 | –9,5 | –10,2 | –9,1 | –9,2 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges) | 13,5 | 6,2 | 9,3 | 0,5 | 7,5 | ... | 4,6 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges | 20,5 | 1,3 | –20,8 | –22,9 | –18,9 | ... | – | – | – |
| Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)* | 8,6 | 13,8 | 12,9 | 9,1 | 8,1 | ... | 8,2 | 5,6 | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*) | 51,5 | 158,9 | 117,2 | 52,6 | 24,9 | ... | 22,1 | 21,1 | ... |
| Indicador de confiança als serveis *(valor)* | 0,1 | 15,1 | 11,1 | 13,4 | 5,8 | –0,2 | –0,8 | –1,0 | 1,1 |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | 4,9 | 4,8 | 1,7 | 3,0 | 1,5 | ... | 0,7 | 2,3 | ... |
| Indicador coincident del consum privat | 4,9 | 3,9 | 2,1 | 2,8 | 2,7 | ... | 2,1 | 1,6 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –17,2 | –29,7 | –35,1 | –29,4 | –22,8 | –27,2 | –25,1 | –28,2 | –28,2 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada | 2,2 | 2,3 | 1,4 | 2,8 | 2,2 | ... | 1,1 | ... | ... |
| Taxa d'atur (*% de la població activa*) | 6,7 | 6,2 | 7,2 | 6,1 | 6,1 | ... | 6,7 | ... | ... |
| **PIB** | **5,7** | **6,8** | **2,5** | **2,6** | **1,9** | **...** | **–** | **–** | **–** |

## Preus

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

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 1,3 | 7,8 | 8,0 | 4,4 | 3,5 | 1,8 | 2,1 | 1,5 | 1,4 |
| Subjacent | 0,8 | 5,6 | 7,1 | 5,7 | 4,4 | 3,2 | 3,5 | 2,9 | 2,6 |

## Sector exterior

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

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 18,3 | 23,2 | 21,6 | 11,8 | 3,0 | ... | 1,2 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | 22,0 | 31,7 | 24,5 | 12,5 | 1,0 | ... | –1,0 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **–1,6** | **–2,8** | **–1,2** | **1,5** | **4,1** | **...** | **3,2** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | –5,5 | –4,7 | –2,8 | –0,3 | 2,1 | ... | 2,0 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | 3,9 | 1,9 | 1,6 | 1,9 | 2,0 | ... | 1,2 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **2,1** | **–0,5** | **1,5** | **4,5** | **7,3** | **...** | **6,6** | **...** | **...** |

## 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 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 10/23 | 11/23 | 12/23 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** [1] | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 9,3 | 6,4 | 0,5 | –2,1 | –2,6 | ... | –2,7 | –1,9 | ... |
| A la vista i estalvi | 16,3 | 7,3 | –3,1 | –9,0 | –9,4 | ... | –11,4 | –12,0 | ... |
| A termini i preavís | 1,2 | 5,2 | 5,4 | 7,5 | 6,9 | ... | 9,3 | 11,9 | ... |
| Dipòsits d'AP | –4,1 | 12,4 | 11,1 | 1,4 | 5,5 | ... | 8,3 | 0,4 | ... |
| **TOTAL** | **9,0** | **6,5** | **0,8** | **–2,0** | **–2,4** | **...** | **–2,4** | **–1,8** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** [1] | | | | | | | | | |
| Sector privat | 2,9 | 1,8 | 0,0 | –1,2 | –1,8 | ... | –2,1 | –2,0 | ... |
| Empreses no financeres | 2,2 | –0,4 | –2,1 | –3,5 | –3,5 | ... | –3,9 | –3,8 | ... |
| Llars - habitatges | 3,3 | 3,2 | 1,5 | 0,1 | –0,9 | ... | –1,1 | –1,2 | ... |
| Llars - altres finalitats | 3,0 | 2,9 | 0,0 | 0,4 | –0,8 | ... | –0,6 | –0,2 | ... |
| Administracions públiques | 3,8 | –2,7 | –2,0 | 0,6 | –1,4 | ... | –3,1 | –0,5 | ... |
| **TOTAL** | **2,9** | **1,7** | **–0,1** | **–1,1** | **–1,8** | **...** | **–2,1** | **–2,0** | **...** |
| **Taxa de morositat** *(%)* [2] | **3,7** | **3,0** | **3,1** | **3,1** | **2,9** | **...** | **–** | **–** | **–** |

***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:

## Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

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

## Monitor de consum

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

## Flash de divises

Informe *flash* sobre l'evolució del tipus de canvi de l'euro amb les principals divises: dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès i iuan xinès. Ofereix una anàlisi tècnica, estructural i predictiva.

## Informe Sectorial Agroalimentari 2023

El sector agroalimentari espanyol està patint els efectes de la sequera prolongada i la forta pujada dels costos de producció. Tot i així, el sector ha mostrat una tendència de creixement moderat que preveiem que es mantingui els propers mesos.

## Informe Sectorial de Turisme 1S 2023

El sector turístic està sent una font de bones notícies per a l'economia espanyola en el que portem de 2023, tot mostrant una gran resiliència davant l'entorn inflacionista a la incertesa macroeconòmica dels principals mercats emissors.

## Informe Sectorial Immobiliari 1S 2023

El mercat immobiliari espanyol s'està desaccelerant, tot i que a un ritme més suau de l'esperat, i continua comptant amb suports importants malgrat que continuem esperant un ajustament de les compravendes i un alentiment del creixement del preu de l'habitatge.

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., 2024
© Banco BPI, 2024

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