

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les claus econòmiques del mes

Febrer 2023

Pugna entre els mercats i els bancs centrals

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Els inversors comencen l'any amb optimisme. Els mercats confien que la pitjor part del xoc inflacionista ja queda enrere gràcies a la millora dels colls d'ampolla global i l'estabilització dels mercats energètics. Els inversors creuen que els bancs centrals podran culminar les pujades de tipus en els propers mesos i que, alhora, l'enduriment monetari no conduirà a un escenari de recessió econòmica. L'optimisme s'ha traduït en avanços generalitzats als mercats de renda fixa i renda variable, cosa que ha permès una relaxació important dels índexs de condicions financers i una certa contenció a les mètriques de volatilitat.

Guanys generalitzats a les borses internacionals. Els índexs borsaris van arrencar l'any amb un ascens acumulat el gener del 6% als Estats Units (S&P 500), del 10% a Europa (Euro Stoxx 50) i del 8% per a l'agregat dels emergents. Es tracta del millor inici d'any per a les borses internacionals des del 2019, segons l'agregat MSCI global; a Europa, l'avanç és el més pronunciat en un mes de gener dels últims 40 anys. El to dèbil de les previsions de beneficis empresarials del 5T 2022 l'han contrarestat la millora de les perspectives econòmiques, el procés de reobertura de la Xina i la millora dels indicadors econòmics, principalment a Europa. Als mercats emergents, l'avanç de la borsa se sustenta, també en la millora dels fluxos de capitals cap a les economies i el debilitament del dòlar.

L'entusiasme dels mercats contrasta amb els missatges dels bancs centrals, que insisteixen en la necessitat de continuar endurint la política monetària. En aquest sentit, en la seva reunió de febrer, el BCE va tornar a anunciar una pujada als tipus oficials de 50 p. b. (depo en el 2,50%). A més, va assenyalar la seva intenció de tornar-los a apujar 50 p. b. més al març. També va confirmar que a partir del març reduirà gradualment la cartera de bons adquirits sota el programa APP (a un ritme inicial de 15.000 milions mensuals). D'altra banda, la Fed va aprovar una pujada de 25 p. b. fins al 4,75% i va reiterar que caldran ajustaments addicionals, tot i que va donar senyals que la fi del cicle de pujades s'apropa. Als mercats monetaris, els inversors cotitzen que els tipus de referència faran el cim en els propers mesos, amb pujades acumulades de prop de 100 p. b. fins al 3,5% a la zona de l'euro i 50 p. b. fins al 5,25% als Estats Units.

Els preus de les primeres matèries s'estabilitzen. Els preus del gas han consolidat la intensa correcció dels últims mesos, mentre que el preu del petroli Brent ha fluctuat al voltant dels 85 dòlars per barril, en un context de, per un costat, revisions a l'alça en les previsions de demanda i, per l'altre, d'una major acumulació de reserves als Estats Units. L'OPEP+ també a donat senyals que no contempla retallades de la producció a curt termini, mentre espera el procés de reobertura a la Xina. Aquest últim factor, no obstant això, sí que ha pressionat a l'alça els preus dels metalls industrials, mentre que els preus dels aliments continuen en cotes elevades.

Les principals economies tanquen el 2022 amb bones dades. La zona de l'euro va mantenir un ritme de creixement positiu en el 4T 2022, amb un avanç del 0,1% intertrimestral. En el conjunt del 2022, el creixement es va situar en el 3,5%, d'acord amb el que es preveia a l'inici de l'any. D'altra banda, les dues economies més grans del món van créixer el 2022 significativament menys del previst: els Estats Units, un 2,1% (vs. el 3,5% projectat fa un any) i la Xina, un 33,0% (vs. el 4,7%). La decepció de l'economia nord-americana reflecteix unes dades dèbils del PIB a la primera meitat de l'any, mentre que en el 4T l'activitat va avançar un 0,7% intertrimestral. L'economia xinesa va estar molt condicionada per les restriccions implementades contra la COVID, fins al punt que el PIB es va estancar en el 4T.

Els primers indicadors de l'any milloren. El PMI de la zona de l'euro va sortir de la zona recessiva per primera vegada en sis mesos i es va situar en els 50,3

punts al gener, i l'índex de sentiment que elabora la Comissió Europea (ESI) va millorar per tercer mes consecutiu fins als 98 punts (molt a prop dels 100 de la mitjana històrica). Aquests indicadors se sumen a un mercat laboral sòlid, amb una taxa d'atur en mínim (6,6% al desembre) i una taxa d'activitat en màxims (75%).

Senyals mixtes als Estats Units. El PIB dels EUA va créixer un 0,7% en el 4T, però la seva composició presenta alguns senyals de desacceleració. Concretament, la inversió, especialment la residencial, acusa l'efecte de les pujades de tipus de la Fed (-1,7% i -7,5% intertrimestral, respectivament, en el 4T). De fet, les dades del mercat immobiliari mostren un sector en retirada, tant en els preus (l'índex Case-Shiller va passar de créixer més d'un 20% interanual a l'inici del 2022 a una mica menys del 8% al novembre), com en les transaccions (la venda d'habitatges va tornar a caure al desembre per onzè mes consecutiu, segons les dades de la National Association of Realtors). Així mateix, els índexs de confiança, que s'havien mantingut en cotes altes fins a la tardor, han sofert un deteriorament en el sector manufacturer (ISM del gener en els 47,4 punts) i mostren una forta volatilitat als serveis (ISM en els 49,6 punts al desembre i en els 55,2 al gener). En canvi, el mercat laboral continua molt robust, amb una taxa d'atur en mitjans històrics (3,4% al gener) i un ritme de creació d'ocupació sòlid (+291.000 en la mitjana del 4T 2022 i un extraordinari +517.000 al gener).

L'economia espanyola transita per la crisi energètica més be del que s'esperava. Va créixer el 0,2% en el 4T 2022, de manera que l'avanç del PIB en el conjunt de l'any es va situar en el 5,5%, només 3 dècimes per sota del que esperava el consens dels analistes al començament del 2022, i més d'1 p. p. per damunt de les previsions que es tenien en compte després de esclatés la guerra a Ucraïna. En els propers trimestres, l'activitat continuarà havent de fer front a un context advers, marcat per la incertesa geopolítica i l'augment dels tipus d'interès. De tota manera, també disposarà d'alguns elements que donaran suport al creixement, com ara l'acceleració del desplegament dels fons NGEU i la recuperació dels sectors més penalitzats per la pandèmia, com ara el turisme.

Els primers indicadors d'activitat disponibles per al 2023 donen senyals esperançadores. Al gener, l'índex PMI per al sector manufacturer va escalar 2 punts fins als 48,4, una xifra per sota del llindar que denota creixement (50), però

que suggereix que el deteriorament de l'activitat industrial s'està moderant. Així mateix, l'indicador homòleg del sector serveis va avançar 1,1 punts, fins als 52,7, de manera que se situa fermament en la zona expansiva. D'altra banda, segons des dades d'afiliació a la Seguretat Social, l'any va arrencar més bé del que s'esperava. Tot i que, com és habitual en un mes de gener, l'afiliació va caure en termes desestacionalitzats, l'ocupació va créixer en 57.726 persones, la qual cosa suposa un augment del 0,4% amb relació a la mitjana del 4T 2022. Així mateix, per la banda del consum, el Monitor de consum de CaixaBank Research mostra que al gener l'activitat de les targetes espanyoles hauria mantingut una trajectòria de recuperació que va iniciar ja al setembre, amb un creixement del 10% interanual al gener, respecte del 8% del desembre i el 5% del novembre.

L'escalada de la inflació subjacent continua, mentre que la general s'estabilitza. La tendència recent de moderació de la inflació general es va truncar i es va situar en el 5,8% al gener, 1 dècima per damunt de la dada del desembre. En contraposició, la inflació subjacent (que exclou l'energia i els aliments no elaborats) va donar una forta empenta i va escalar 5 dècimes fins al 7,5%, malgrat la rebaixa de l'IVA d'alguns aliments. El lleuger repunt de la inflació general al gener s'explica per l'increment dels preus del carburants després que finalitzés la bonificació de 20 cèntims per litre de combustible a tots els usuaris, i a una temporada de rebaixes dels preus del vestit i el calçat més curta que la del gener de l'any passat. No obstant això, aquestes dinàmiques es van veure pràcticament contrarestades per la important caiguda dels preus de l'electricitat. Segons dades de la Red Eléctrica de España, la tarifa regulada es va situar en els 129 €/MWh en la mitjana del gener, la qual cosa significa una caiguda interanual del 55%.

Oriol Aspachs
Febrer del 2023

Con la col·laboració de:



Main advanced stock markets
Index (100=Three years ago)



Emerging economies stock markets
Index (100=Three years ago)



Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany



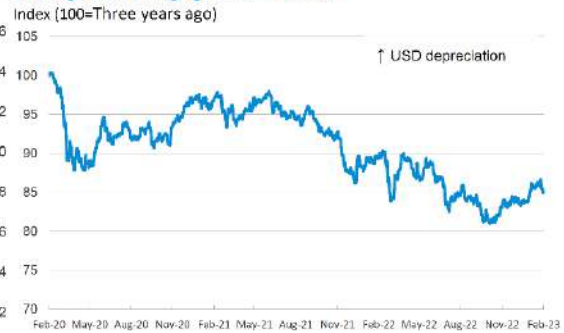
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



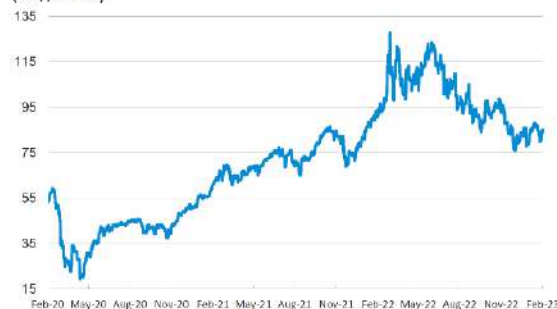
Exchange rate: Advanced-economy currencies



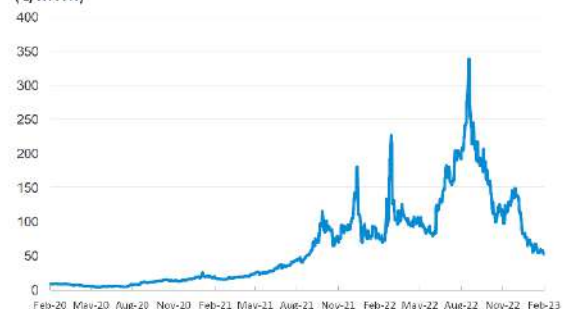
Exchange rate: Emerging economies Index



Brent oil price
(US\$/barrel)

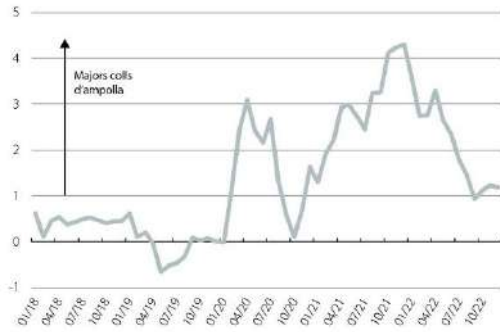


Dutch TTF Natural gas price
(€/MWh)



Global: index de pressions sobre la cadena de subministraments

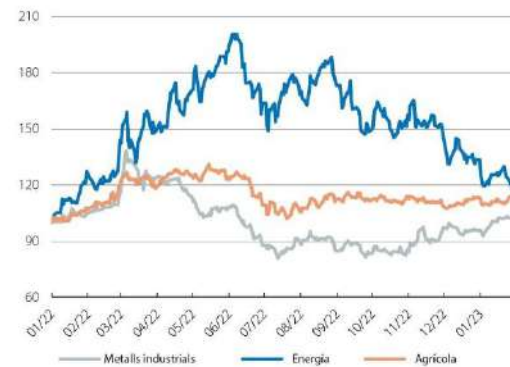
(Desviacions estàndards en relació amb la mitjana)



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

Preus de les primeres matèries

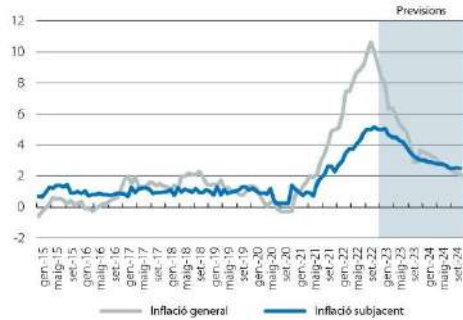
Índex (100 = gener 2022)



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

Zona de l'euro: inflació general i subjacent

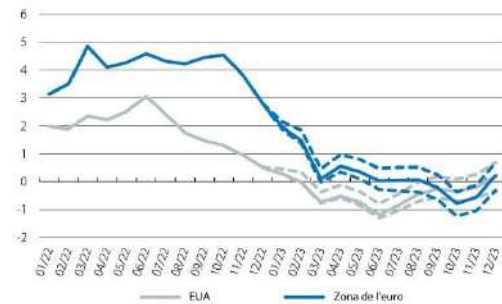
Variació interanual (%)



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

Energia: contribució a la inflació general

(p.p.)



Notes: A partir del gener del 2023, les línies contínues mostren la contribució del component energètic estimada en funció de les nostres previsions de preus del petroli i del gas. Les línies discontinuïtes corresponen a un escenari més sever (línia superior, amb preus del gas semblants als de l'octubre del 2022 i amb el petroli accelerant fins als 110 dòlars) i més favorable (línia inferior, amb preus del gas segons els futurs del gener del 2023 i el petroli al voltant dels 75 dòlars).

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

Índex de sorpreses econòmiques *

Nivell



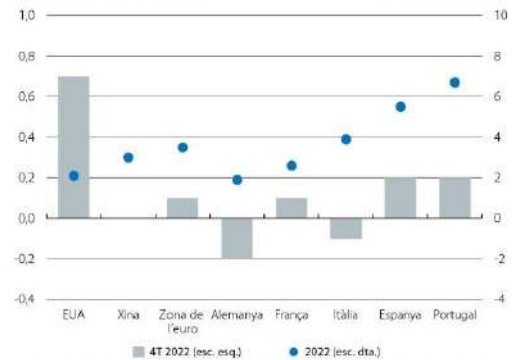
Notes: * Es defineix com les desviacions ponderades històriques de les diferències entre les dades publicades i les expectatives dels analistes. Un valor positiu implica que la dada publicada ha estat millor del que s'esperava, i si és negatiu, indica que la dada va decebre.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Refinitiv.

Global: PIB

Variació intertrimestral (%)

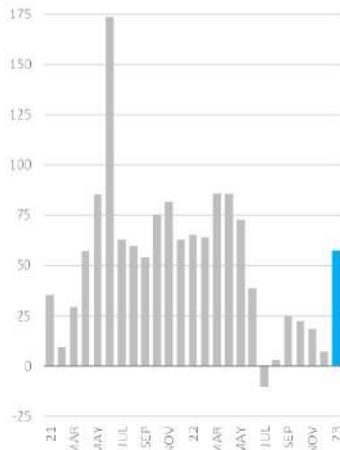
Variació anual (%)



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

Economia espanyola

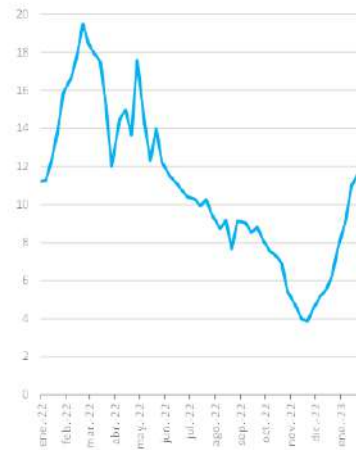
Afiliats a la Seguretat Social
Variació intermensual, milers



Nota: Dades desestacionalitzades.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

Despesa targetes espanyoles¹
Variació interanual (%), mitjana mòbil 4 setmanes



Nota: S'inclou l'activitat de targetes emeses per CaixaBank (exclouent-hi les de clients provinents de o compartits amb Bankia) i l'activitat de targetes estrangeres en TPV i caixers de CaixaBank (exclouent-hi els dels comerços provinents de o compartits amb Bankia). *Font:* CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.

PMI
Nivell



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

Activitat de targetes a Espanya

Variació interanual

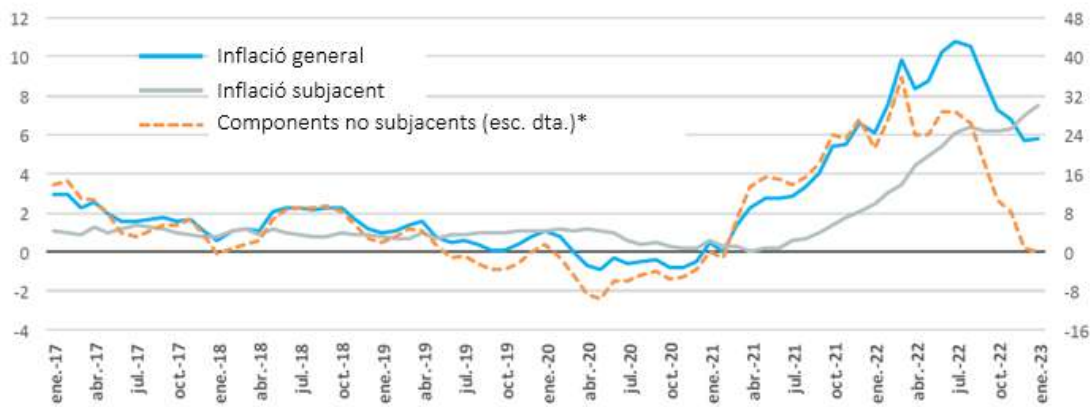
	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22	nov.-22	dic.-22	ene-23
Targetes espanyoles	15%	13%	9%	6%	9%	9%	8%	5%	5%	8%	10%
Consum presencial (excl. reint.)	22%	19%	11%	9%	11%	12%	11%	7%	8%	12%	13%
Béns de primera necessitat	6%	13%	16%	16%	13%	18%	18%	16%	18%	15%	17%
Retail	21%	9%	4%	1%	2%	8%	4%	-3%	-3%	8%	7%
Béns de primera necessitat	30%	16%	-2%	-1%	2%	-7%	-2%	-3%	-3%	2%	-1%
Oci i restauració	81%	38%	17%	18%	24%	14%	14%	12%	15%	27%	26%
Turisme (allotjament, agències, etc.)	66%	40%	1%	7%	8%	-5%	3%	3%	7%	10%	18%
Reinteguments	4%	2%	0%	-1%	-1%	0%	1%	-3%	-1%	0%	1%
e-commerce	16%	19%	17%	10%	19%	17%	13%	13%	6%	11%	14%
Targetes estrangeres	169%	167%	59%	30%	75%	53%	49%	33%	24%	32%	48%
Consum presencial (excl. reint.)	247%	205%	65%	32%	84%	57%	55%	36%	26%	33%	46%
Reinteguments	39%	28%	1%	-11%	5%	1%	-4%	-6%	-13%	-15%	1%
e-commerce	107%	130%	62%	44%	69%	65%	53%	39%	39%	55%	76%
Total espanyoles i estrangeres	23%	26%	17%	9%	19%	17%	14%	9%	7%	10%	13%

Nota: Aquest indicador inclou la despesa i els reintegraments amb targetes emeses per CaixaBank (targetes espanyoles) i la despesa i els reintegraments amb targetes estrangeres en TPV i caixers de CaixaBank. S'exclouen els clients i els TPV provinents de o compartits amb Bankia. Per a més detall, vegeu "Monitor de consum de CaixaBank Research para la economía española", Documento de Trabajo CaixaBank Research 01/22.

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

Evolució de l'IPC

Variació interanual (%)

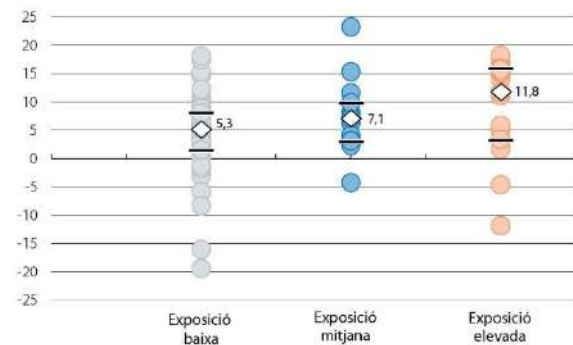


Nota: *Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics. Es calcula descomptant el component subjacent de l'IPC.

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

IPC nucli per classe i per exposició als costos energètics

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



Notes: Els rombes blancs mostren la variació mitjana, i les barres negres, la variació del percentil 25 i 75. Per a més informació sobre la metodologia, vegeu la nota 1 d'aquest article.

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

Espanya: necessitats de finançament

(Milers de milions d'euros)

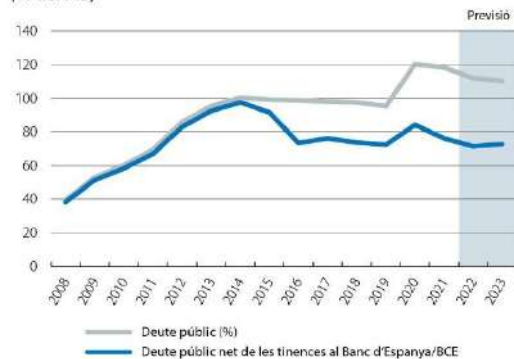


Nota: * Les xifres d'amortitzacions no inclouen les Lletres. Per exemple, es van amortitzar Lletres per valor de 94.419 milions el 2022, i l'Estratègia del Tresor preveu que s'amortitzin 89.325 milions el 2023.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

Espanya: deute públic

(% del PIB)



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

Espanya: cost del deute de l'Estat

(bons i obligacions)



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

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

**España: coste de la deuda del Estado
(bonos y obligaciones)**
(%)



Notas: Coste de la deuda sin Letras. Como el vencimiento medio es de ocho años, la predicción se realiza a partir del tipo de mercado implícito a ocho años.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.