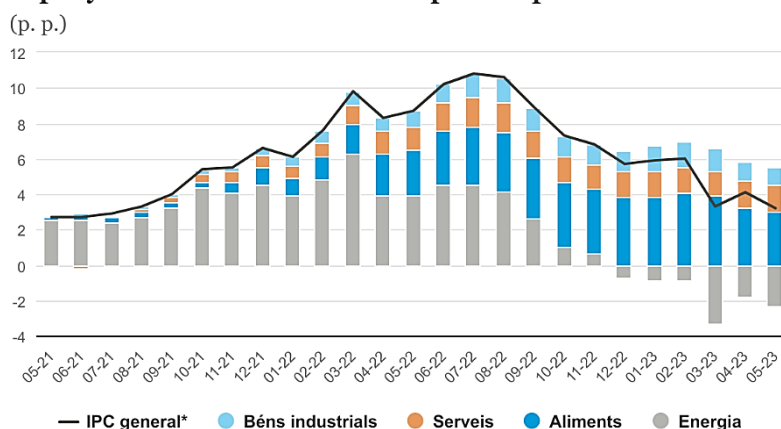


Economia espanyola

La inflació a Espanya reprèn la tendència a la baixa al maig. La inflació general va confirmar la caiguda que va apuntar l'indicador avançat per al mes de maig i es va situar en el 3,2% interanual (4,1% a l'abril), el nivell més baix des de mitjan 2021. Aquesta moderació va venir donada per una caiguda generalitzada als principals components de l'IPC. Així, la inflació nucli (que exclou tots els aliments i l'energia) es va situar en el 4,3% interanual, 0,3 p. p. per sota del registre de l'abril, gràcies a una forta moderació a la taxa d'inflació de béns industrials. Per la seva banda, la inflació d'aliments, begudes i tabac es va continuar moderant fins a l'11,6%, 0,8 p. p. per sota d'abril, i mostrant un avanç intermensual per sota de la mitjana històrica per a un mes de maig. Finalment, el component de preus de l'energia va aprofundir en la caiguda interanual, situant-se en el -19,6% (-15,6% a l'abril). Pel que fa al nostre escenari de previsions, aquestes xifres s'han situat per sota del rang esperat (vegeu la [Nota Breve](#)).

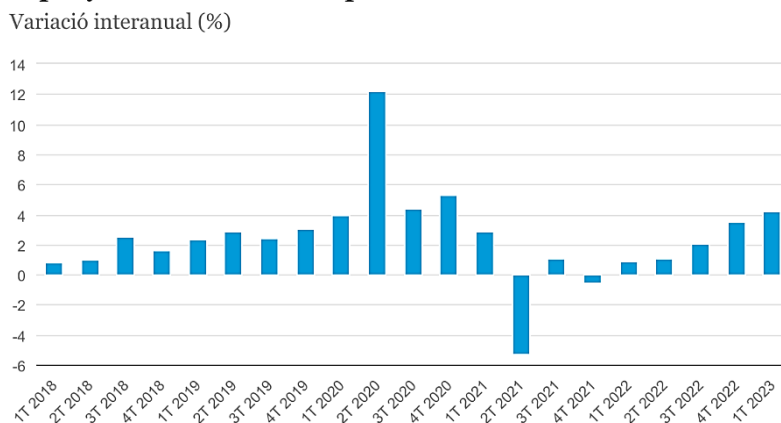
Espanya: contribució a la inflació per components



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

Els salaris a Espanya acceleren el ritme de creixement. Segons l'Enquesta trimestral de cost laboral (ETCL), el cost laboral per treballador va créixer en el 1T a una taxa interanual del 5,8% (4,3% anterior), fet que es correspon amb un augment del 5,4% del cost salarial i del 6,7% dels altres costos, entre els quals s'hi inclouen les cotitzacions a la Seguretat Social. Tot i això, el cost salarial per hora treballada registra un creixement inferior (del 4,1%), un ritme que està en línia amb l'increment que apunten altres indicadors salarials i les pujades en els convenis col·lectius. D'altra banda, les vacants no cobertes al mercat laboral registren un fort avanç i arriben a les 149.644, nou màxim de la sèrie: els serveis concentren el 89% de les vacants, sobretot sanitat, comerç i, molt especialment, l'Administració pública.

Espanya: cost laboral total per hora*



Nota: *Sèrie desestacionalitzada i ajustada per efectes de calendari.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).

Es prolonga la correcció del dèficit comercial exterior a Espanya. El dèficit comercial de béns acumulat fins a l'abril es va situar en 10.954 milions d'euros, la meitat que en el mateix període del 2022 (21.811 milions), tot i que per sobre de la mitjana del període pre pandèmic (8.576 milions el 2014-2019). D'una banda, el dèficit energètic es va reduir fins a 11.640 milions davant dels 16.155 milions en el mateix període del 2022, fruit de la caiguda de les importacions (-17,6%). Alhora, la balança de béns no energètics també va mostrar un comportament positiu, en anotar un superàvit de 687 milions en contrast amb el dèficit de 5.656 milions de l'any passat. La millora acusa el dinamisme més elevat de les exportacions (10,4% vs. 4,4% les importacions), una dada que, no obstant, reflecteix l'augment dels preus (+10,1%), ja que en volum estan pràcticament estancades (+0,3%).

L'activitat immobiliària a Espanya es continua moderant. A l'abril, es van realitzar 43.311 compravendes d'habitatge, un 8,1% menys que a l'abril del 2022. Per segments, la moderació va ser generalitzada, tot i que la caiguda va ser més pronunciada en habitatge usat que en obra nova (-9% i -4,2% interanual, respectivament). Les compravendes han anotat una caiguda del 3,4% des de principi d'any, per la qual cosa es comença a manifestar l'impacte sobre la demanda de l'augment dels tipus d'interès i de l'erosió del poder adquisitiu de les llars. Tot i així, cal recordar que la moderació parteix d'un punt d'inici molt elevat. Així, malgrat la caiguda, les compravendes en l'acumulat gener-abril del 2023 es mantenen un 16,7% per sobre del registre del mateix període del 2019.

Economia internacional

El BCE amb prou feines revisa els escenaris de creixement i inflació per a la zona de l'euro. L'autoritat monetària ha retallat en 0,1 p. p. el creixement previst per a la zona de l'euro el 2023 i el 2024, fins al 0,9% i l'1,5%, respectivament. Aquestes estimacions, però, cal prendre-les amb certa prudència, ja que es van fer abans de la revisió de l'estadística del PIB, per la qual cosa incorporen un creixement en el 1T 2023 del 0,1% intertrimestral i no del -0,1% resultant després de la revisió de les dades. Més enllà d'aquests matisos, el BCE es mostra força confiat amb la marxa de l'economia en el segon semestre, a mesura que se segueixin normalitzant les cadenes d'oferta globals i es recuperi la renda real, gràcies al bon moment del mercat de treball en un context de moderació gradual de la inflació. Tot i això, reconeix que l'enduriment de la política monetària i la normalització de la política fiscal afectaran negativament el creixement. Pel que fa a la inflació general, eleva només en 0,1 p. p. la seva previsió el 2023 i el 2024, fins al 5,4% i el 3,0%, respectivament; mentre que reconeix una persistència més gran per a la inflació subjacent (exclosos aliments i energia), elevant en 0,5 p. p. la seva estimació per al 2023 i el 2024, fins al 5,1% i el 3,0%, respectivament. En qualsevol cas, el BCE reconeix que la incertesa que envolta els seus escenaris continua sent molt elevada.

Previsions econòmiques del Banc Central Europeu

	2022	Juny del 2023			Març del 2023		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB Var. anual (%)	3,5	0,9	1,5	1,6	1,0	1,6	1,6
Inflació general Var. anual (%)	8,4	5,4	3,0	2,2	5,3	2,9	2,1
Inflació subjacent Var. anual (%)	3,9	5,1	3,0	2,3	4,6	2,5	2,2
Atur (% població activa)	6,7	6,5	6,4	6,3	6,6	6,6	6,6

Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions del BCE.

Indicadors mixts d'activitat econòmica als EUA mentre la inflació continua caient. La inflació general nord-americana va mantenir la tendència de moderació al maig i va baixar fins al 4,0% interanual, el registre més baix des del març del 2021, gràcies, sobretot, a un fort descens dels preus energètics (-3,6% intermensual). Els altres components de la cistella van tenir un comportament similar al del mes anterior: confirmen les pressions desinflationistes respecte a allò observat el 2022 però es mantenen en cotes elevades, amb certa persistència en alguns components de la inflació nucli (que exclou aliments i energia), que va caure 2 dècimes fins al 5,3% interanual (vegeu la [Nota Breve](#)). Pel que fa a l'activitat econòmica, les vendes al detall van augmentar un 0,3% intermensual al maig (0,4% a l'abril), mentre que la producció industrial va caure un 0,2%. Tots dos indicadors apunten en direccions diferents, però són coherents amb els senyals de resiliència al mercat laboral, que sostenen el consum privat, i una debilitat en el sector de les manufactures. En aquest context, l'actualització del quadre de previsions de la Reserva Federal va mostrar per al 4T 2023 no només uns tipus d'interès més elevats, sinó també una inflació nucli més alta (3,9%), una taxa d'atur més baixa (4,1%) i un creixement econòmic més gran (1,0%).

EUA: previsions macroeconòmiques de la Fed

	2023	2024	2025	Llarg termini
Creixement del PIB	1,0 (0,4)	1,1 (1,2)	1,8 (1,9)	1,8 (1,8)
Taxa d'atur	4,1 (4,5)	4,5 (4,6)	4,5 (4,6)	4,0 (4,0)
Inflació general	3,2 (3,3)	2,5 (2,5)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)
Tipus d'interès	5,6 (5,1)	4,6 (4,3)	3,4 (3,1)	2,5 (2,5)

Notes: Entre parèntesis, previsions al març del 2023. El PIB i la inflació s'expressen en variació interanual respecte al 4T. La inflació correspon al PCE. La taxa d'atur correspon a la mitjana del 4T.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Les dades del maig apunten a un 2T decebedor a la Xina. Els principals indicadors econòmics han donat senyals de refredament del gegant asiàtic al maig. I és que, després de la sorpresa negativa en les dades d'exportacions la setmana passada, les dades de producció industrial (+3,6% interanual al maig vs. 5,6% anterior), vendes al detall (+12,7% vs. 18,4% anterior) i inversió (+4,0% en acumulat de l'any vs. 4,7% anterior) confirmen que la recuperació de l'economia xinesa, tot i haver superat les expectatives en el 1T, ha perdut ràpidament el seu dinamisme en els darrers mesos. En aquest context, el Banc Popular de la Xina ha començat una nova ronda de flexibilització monetària. Després d'aquest senyal de preocupació de les autoritats xineses amb l'economia, s'esperen més anuncis d'estímuls monetaris i fiscals.

Mercats financers

Dues marxes diferents entre la Fed i el BCE. A la reunió del juny, la Reserva Federal no va modificar els tipus d'interès, després de 10 reunions consecutives pujant-los. Així, va mantenir l'interval objectiu en el rang 5,00%-5,25% i va explicar que pausant la pujada de tipus d'interès podrien valorar millor com l'economia absorbeix l'agressiu enduriment monetari fins ara. Tot i això, malgrat que en el comunicat no hi ha una referència explícita sobre quina direcció prendran els tipus d'interès en el futur, el *dot plot* (gràfic amb previsions dels tipus oficials) publicat i les declaracions posteriors del president Jerome Powell mostren que gairebé tots els membres del FOMC són partidaris de fer més pujades de tipus en el que resta d'any (vegeu la [Nota Breve](#)). Per la seva banda, a Europa, el BCE sí que va pujar els tipus d'interès a 25 p. b. (tal com s'esperava) i va situar el *depo* i el *refi* en el 3,50% i 4,00%, respectivament. A més, esperonat per la inèrcia en les pressions inflacionistes subjacents (el nou quadre macroeconòmic projecta una desacceleració una mica més lenta de la inflació nucli a tot l'horitzó 2023-2025), el BCE va apuntar a un nou increment

dels tipus al juliol («molt probable», va dir la mateixa Lagarde, si «no hi ha un canvi material en les perspectives macroeconòmiques»), tot i que formalment el BCE no es va comprometre i, de fet, va reiterar l'estratègia d'anar «reunió a reunió» i «segons l'evolució de les dades» (vegeu la [Nota Breve](#)).

Els inversors digereixen amb alts i baixos els anuncis dels bancs centrals. Al costat del BCE i la Fed, els dos principals bancs centrals a l'Àsia, el Banc del Japó i el Banc Popular de la Xina, també van mantenir reunions de política monetària durant la setmana. En el primer, es va confirmar l'estratègia de mantenir el biaix acomodatiu en la política monetària, tant en els tipus oficials (-0,1%) com en la política de control de la corba sobirana. En el segon, es va anunciar una retallada de 10 p. b. en els tipus oficials, la primera reducció des de l'agost del 2022. Als mercats financers, els diferents anuncis de política monetària, juntament amb la sorpresa positiva en les dades d'inflació dels EUA, es van reflectir en moviments d'anada i tornada en els principals actius de riscs, sota un patró de «més a menys» al llarg de la setmana. Així, els senyals d'una estratègia de «tipus més alts per més temps» a les reunions tant del BCE com de la Fed es van transmetre en una revisió a l'alça en els implícits als mercats monetaris: als EUA, se n'espera una última pujada de 25 p. b. i ja no descompten baixades enguany; a la zona de l'euro, es cotitza un tipus terminal (*depo*) proper al 3,9%, mentre que l'euríbor a 12 mesos va tancar la setmana cotitzant al voltant del 4,0% per primera vegada des de l'agost del 2008. En aquest context, els tipus sobirans van pujar (avanç més notable a la part curta de la corba), l'euro es va apreciar respecte al dòlar i els índexs borsaris van tancar amb avanços generalitzats. Pel que fa a les matèries primeres, el preu del petroli (Brent) també va zigzaguejar per tancar pràcticament pla en la setmana, mentre que, en contrast, el preu del gas natural a Europa (TTF holandès) va arribar a superar els 40 €/MWh, el màxim nivell en els darrers dos mesos, influït per una demanda més gran associada a l'augment de les temperatures i per disruptions d'oferta a Noruega.

		15-6-23	9-6-23	Var. setmanal	Acumulat 2023	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,55	3,47	8	142	372
	EUA (Libor)	5,51	5,54	-3	74	345
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,97	3,93	+4	67	291
	EUA (Libor)	5,82	5,78	+4	34	215
Tipus 10 anys	Alemanya	2,50	2,38	13	7	79
	EUA	3,72	3,74	-2	-15	52
	Espanya	3,45	3,36	8	-7	56
	Portugal	3,17	3,09	7	-27	33
Prima de risc (10 anys)	Espanya	94	98	-4	-14	-23
	Portugal	66	72	-6	-34	-47
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		4.426	4.299	3,0%	15,3%	20,7%
Euro Stoxx 50		4.365	4.290	1,8%	15,1%	27,3%
IBEX 35		9.431	9.310	1,3%	13,4%	16,7%
PSI 20		6.039	5.967	1,2%	5,5%	2,6%
MSCI emergents		1.024	1.002	2,1%	7,0%	1,5%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD dòlars per euro		1,095	1,075	1,8%	2,2%	3,8%
EUR/GBP lliures per euro		0,856	0,855	0,2%	-3,3%	0,2%
USD/CNY yuans per dòlar		7,121	7,131	-0,1%	3,2%	6,2%
USD/MXN peso per dòlar		17,122	17,282	-0,9%	-12,2%	-16,1%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		103,5	101,0	2,5%	-8,2%	-20,6%
Brent a un mes \$/barril		75,7	74,8	1,2%	-11,9%	-36,8%
Gas n. a un mes €/MWh		41,1	32,0	28,4%	-46,1%	-66,9%

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